全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大师的投资智慧

Money Masters of Our Time

［美］约翰·特雷恩◎著
罗怀宇 刘晓楠 熊舟 译

比肩《巴菲特与索罗斯的投资习惯》的经典
《大师的投资习惯》作者约翰·特雷恩的最新力



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

F830.59
223

大师的投资智慧

Money Masters of Our Time

[美] 约翰·特雷恩◎著
罗怀宇 刘晓楠 熊舟 译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图书在版编目（CIP）数据

大师的投资智慧/（美）特雷恩著；罗怀宇，刘晓楠，熊舟译．—北京：中信出版社，2010.4

书名原文：Money Masters of Our Time

ISBN 978-7-5086-1916-3

Ⅰ．大…　Ⅱ．①特…　②罗…　③刘…　④熊…　Ⅲ．投资—基本知识　Ⅳ．F830.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2010）第 022888 号

Money Masters of Our Time by John Train
Copyright © 2000 by John Train
Simplified Chinese translation copyright © 2010 by China CITIC Press
Published by arrangement with HarperCollins Publishers, USA
ALL RIGHTS RESERVED

大师的投资智慧
DASHI DE TOUZI ZHIHUI

著　　者：[美] 约翰·特雷恩
译　　者：罗怀宇　刘晓楠　熊舟
策划推广：中信出版社（China CITIC Press）
出版发行：中信出版集团股份有限公司（北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦　邮编　100013）
（CITIC Publishing Group）
承 印 者：中国农业出版社印刷厂
开　　本：787mm×1092mm　1/16　　印　　张：22.75　　字　　数：270 千字
版　　次：2010 年 4 月第 1 版　　印　　次：2010 年 4 月第 1 次印刷
京权图字：01-2007-3701
书　　号：ISBN 978-7-5086-1916-3/F·1898
定　　价：39.00 元

版权所有·侵权必究
凡购本社图书，如有缺页、倒页、脱页，由发行公司负责退换。
服务热线：010-84264000
服务传真：010-84264033
http://www.publish.citic.com
E-mail:sales@citicpub.com
author@citicpub.com

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导言 MONEY MASTERS OF OUR TIME

本书修订并更新了《投资大师》、《新投资大师》中对许多投资大师的研究成果，并在此基础上增加了新的内容。一些投资大师如彼得·林奇、乔治·索罗斯、约翰·邓普顿在事业上涉猎多个领域，但本书只着重探讨他们在投资手法方面的过人之处。至于乔治·索罗斯和沃伦·巴菲特这两位声名卓著的大师，本书除了描述他们的投资方法之外，还对他们各自的生平作了简要的梳理。

我一直以来很喜欢同著名的投资经理打交道。20世纪50年代，我曾效力于伊姆里·德·维格，后来成为了他的客户。他的基金在那个年代创造出了最出色的业绩纪录。后来，我又结识了T·罗·普莱斯。尽管那时他创办的企业规模还很小，但我还是把钱交给他去管理。对于那时与T·罗·普莱斯情况类似的琼斯以及其他成就斐然的投资人，我也是这么做的。再后来，我的公司相继投资于沃伦·巴菲特、马克·莱特鲍恩、朱利安·罗伯逊、乔治·索罗斯以及拉尔夫·万格。

我在本书中关注的主要是那些著名的投资组合经理，他们不仅是简单意义上的管理者，而且是通过买进和售出实现资本增值的决策者。那么，他们是如何

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时代的高科技）说过：要想投资信息时代的高科技公司，你就应该抛开常规的分析方法，实现理念上的跨越。事实就是如此！按照普莱斯的比喻，要从“增长的沃土”中去寻找未来的主导企业。同样，备受菲利普·卡雷特和拉尔夫·万格推崇的小型公司——现在被称做“微型股”——必将再现辉煌，就像罗伯特·威尔逊的做空技巧一样。

本杰明·格雷厄姆和约翰·聂夫倡导的结构严谨的“价值”说虽然现在被人们忽略，但是在当前的经济增长中，不失为一种得当的方法。如果说当今世界再没有新的投资方法产生，这显然是有失偏颇的。

在牛市最盛的阶段，一些春风得意的操盘手一时间取得了出色的业绩纪录。但在接下来的市场下行阶段，由于他们曾经青睐的许多持股公司纷纷破产，他们只能一落千丈、自饮苦酒，就像神话中的伊卡洛斯①。赌博性投资的操盘手给客户造成的损失远多于为他们实现的盈利。等到日暮途穷的时候，他们不但自己垮掉了，还把众多的下线投资人拖下水。这种情形屡见于衍生产品投机者、即日买卖投机者以及几乎所有的商品投机者。

然而，与其耗费笔墨去揭露他们，似乎最稳妥的办法不如就让这样的从业人员顺其自然下去。当前信息时代背景下的喧嚣股市必将渐渐地自我完善。到那时，我们会有更多的惨痛教训可以吸取，也会有更多成功的高科技投资组合经理可以研究。

亏损易而发财难。本书中大师们为我们提出了许多宝贵的忠告和警示。

书中的一些章节是在以前作品的基础上更新而成的。为了叙述生动，我都采用了现在时态。

总之，本书所选人物均为技高一筹的投资智者，研究他们的制胜之道必定会对我们大有裨益。正如俾斯麦所说：即使是傻子也能从自己的经历中获得启发。现在就让我们从大师们的经历中去汲取营养吧！

---

① 传说中的建筑师和雕刻家代达罗斯之子，当他们乘着由他用蜡和羽毛做成的翼翅逃出克里特岛时，因过于飞近太阳，蜡翼受热后熔化，坠海而死。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

思考的呢？他们从哪里获取信息？他们的决策依据有多少是基于事实，又有多少是基于心理呢？他们挑选股票时有哪些标准？他们现在又在买进什么股票，为什么？

本书述说的人物涵盖了投资学的多个流派，包括“增长”、“价值”、“技术”、“新兴市场”、“专业化公司”、“微型股”、“投资组合周转率”、“由上而下分析法”、“由下而上分析法”等。

这些流派可以归类为三大投资哲学：未来学——在迷雾重重的市场中比普通人看得更长远；实验室分析——花费更多的心思和想象来研究置于“放大镜”下面的当下市场；最后就是在迄今为止被人们忽略的领域另辟蹊径。你应该选取哪一种方法取决于两个因素：你自己的想法以及哪一种在当下没有普及。所谓“病万变，药亦万变”，一个杰出的投资者应懂得在恰当的时候变换自己的投资风格。正如本书的题记所写的那样：“时代在变化，而我们在时代中变化。”

虽然投资者有时可能通过一次大动作突然致富，但是职业的组合投资绝不是靠运气取胜的，这和国际象棋大师赛是一样的道理。这是一项十分富于技巧的艺术，每星期都需要作出大量的决策。正如一个棋手不可能靠运气或者意外赢得一场公开赛，一个经验丰富的大型投资组合经理也不可能靠一时的运气或者意外创下骄人的业绩纪录。明白了这个道理，也就明白了为什么有些投资手法竟然可以屡试不爽，而有些却是屡试屡败。

读者朋友们会发现本书的人物多是年长（甚至已经退休）的大师，而且他们在自己的整个职业生涯中都只遵循一种明智的投资方法（或者，仅仅是在必要的时候才采用另一种方法）。这是因为：一种特定方法的使用纪录越长则越具有研究价值。

事实上，那些投资事业遭受重创的大师们的故事也是十分有趣的。首先，时间的流逝使得我们用更清晰的视角来审视他们的得失；其次，他们的想法和理念——哪怕弥足珍贵——已很难从当今的财经出版物中读到了。以 T·罗·普莱斯为例，他从 1975 年起开始风光不再，但是正如我在书中所写，他的投资方法对于繁荣的高科技市场而言却具有极强的可操作性。我曾听乔治·吉尔德——一位卓尔不群的优秀的经济学家（因为他深谙正在改变我们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEY MASTERS OF OUR TIME

目录

导 言 / Ⅸ

第一章 T·罗·普莱斯：成长股先生 / 1
第二章 沃伦·巴菲特：共享企业成长 / 17
第三章 约翰·邓普顿：寻求多样市场 / 57
第四章 理查德·雷恩沃特：敲响“变”钟 / 71
第五章 保罗·卡伯特：所有的事实不过如此 / 89
第六章 菲利普·费雪：撒手锏 / 101
第七章 本杰明·格雷厄姆：量化，量化 / 117
第八章 马克·莱特鲍恩：第一手知识 / 137
第九章 约翰·聂夫：全面的便宜货猎手 / 155

第十章 朱利安·罗伯逊：蜂王 / 169
第十一章 吉姆·罗杰斯：无限风光在“远”峰 / 185
第十二章 乔治·索罗斯：宏观游戏 / 205
第十三章 菲利普·卡雷特：不求最大 / 233
第十四章 迈克尔·斯坦哈特：在商场上运筹帷幄 / 245
第十五章 拉尔夫·万格：斑马及其他比喻 / 263
第十六章 罗伯特·威尔逊：无牵无系 / 281
第十七章 彼得·林奇：永无止境的追求 / 297
第十八章 投资大师们的经验教训 / 323

后 记 财富使者：迈达斯 / 349

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第一章】

T·罗·普莱斯：成长股先生



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上世纪90年代的大牛市完全可以称得上T·罗·普莱斯式的市场。所有人都发了财，但有些人发了不可思议的大横财：他们就是那些看准了新的成长股，如微软、英特尔、思科、美国在线等，并抱紧它们扶摇直上的投资者。他们挣到的钱是最初投入的十倍甚至上百倍之多。而那些错失这场千载难逢机遇的投资者之所以望而却步，是因为他们未能对上述公司作出适当的评估，他们觉得这样的投资风险太大，要等到将这些公司里里外外的情况全盘掌握之后才肯出手。

那么，怎样才能不完全掌握情况（大部分高科技股的投资者入市时都是这样）就作出正确的决策，进而乘势而上、叱咤股市呢？本章就为大家介绍这种方法。

一个关键问题就是认清计算机软件、互联网、生物科技、电信及其他高科技领域都是实实在在并且正处在爆炸式发展之中的。事实上，它们正在改变我们的世界！换句话说，这里面孕育着一个巨大的增长机遇。承认这一事实应该不算太难，难在如何参与其中并分得一杯羹。普莱斯的方法将告诉你答案。

普莱斯于1983年去世。与本杰明·格雷厄姆一样，他也用自己的名字命名了一套投资理论。普莱斯以成长为导向的投资思想逐渐取代了格雷厄姆提出的系统的“价值”说。事实上，正是普莱斯使“成长股”这个概念得到了普及。他创造出了巨额的资本：当他领导T·罗·普莱斯合伙人（T. Rowe

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Price Associates）这家创建于巴尔的摩的公司时，该公司已经拥有十分充足的资产，后来发展成为全美同行业里最大的公司之一，但其却渐渐偏离了创始人最初的理念。下文描述的普莱斯投资哲学就是他在经营这家公司时发展出来的。

简单地说，他的核心观点就是投资者要想取得成功，最好是通过寻找“增长的沃土”并长期持有这些股票。他把一家成长型公司定义为“呈现出长期收益增长的态势，不断在商业周期的顶峰时期每股的收益能达到一个新的高度，并且在将来的商业周期中收益还将再创新高”。（但是，在一个商业周期之内也可能出现收益下降的情况。）可口可乐（后来成为沃伦·巴菲特最大的持股公司）在很长的一段时间内就是这样一家公司，除此之外，还有默克制药、沃尔玛以及德州仪器。

普莱斯认为，任何产业和企业都有生命周期，回报最大、风险最低的持股时机就是其成长初期。而当一家公司成熟后，投资者的机会就渐渐减少，风险则逐步上升。总结出并且成功运用这种方法，使得普莱斯成为他那个时代最著名的投资老手。

普莱斯身体偏胖，但仪表堂堂，眼神忧郁，留着黑色的小胡子，脸上时常露出精明、不屑一顾甚至略显严酷的笑。他的家乡马里兰州格林顿当时还是巴尔的摩人的夏季避暑胜地。他的父亲是一名乡村医生。

投资就是他的生命。如同大多数投资大师——或者艺术家及任何其他职业人士一样——普莱斯非常醉心于自己的事业。他最关心的永远是如何创造最佳的业绩，而不是一时地大发横财。因此，他是一个优秀的专业投资人：践行客户至上的原则。“如果我们为客户谋利，我们就会被他们眷顾”，这是他最爱说的一句话。他渴望在业绩上打造不朽的丰碑，为了建造这样一座丰碑，他密切关注媒体对他的评价。退休很长时间后他仍笔耕不辍，还坚持发表包含他个人投资理念的文章，借此来创造自己新的业绩纪录。

在80多岁高龄时，普莱斯依然坚持5点起床。他是一个严格自律、做事井井有条的人，每一天都为自己制订计划，总是一丝不苟地执行计划表上的安排，从不做未列入其中的其他事情。当他以每股20美元的价格买进一只股票后，他会给自己立下规矩，比方说以每股40美元的价格出售。一旦规矩已

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定，哪怕行市继续走强，他也会在 40 美元时出售。如果他决定以每股 13 美元的价格追加股票，那么，即使这家公司不被媒体看好，他还是会决意买进。

一个投资合伙人在回忆起普莱斯时称他是一个“极其精干、极其暴躁、极其自我”的人。不论在谁面前，他都是“普莱斯先生”。如果想让他登船只有一个办法，那就是让他做船长。他也说“我也会犯错误……我不是很聪明”这类的话，但是同他共事的人都必须严格按他确定的路线照办不误。如果让他去做产业经理，肯定会很糟糕，因为他完全不懂得放权。

要成为一个了不起的投资家，你必须是一个另类、桀骜不驯，甚至不合群的人。但是，这种个性十足的人基本上无法打理好一个高效的公司。原因很明显，自我意志超强的老板的追随者肯定是自我意志弱小的人。所以，他只能选择将他的公司出售给别人，以实现自己创业的资本价值（这会让他的客户折磨收购人），或者卖给自己的追随者们。普莱斯选择了后者，他后来公开表达了自己的担忧，他的追随者们不是他合适的接班人选。最理想的情形就是，当这位 65 岁的创始人准备隐退之时，恰好有一位三十几岁、才干出众的继任者。他对这位比自己小很多的年轻人没有产生嫉妒，因为这个人不是他儿子或竞争对手，而是他的孙子。

T·罗·普莱斯合伙人公司管理的资产总额一直是相对较小的，这一情况直到普莱斯的晚年才得到改变。20 世纪 50 年代，公司的投资组合总额仅仅几亿美元，而到了 1966 年即普莱斯快 70 岁的时候，这个数字增加到了大约 15 亿美元，而同时起步的其他许多投资咨询公司的资产竟是它的好几倍。普莱斯不相信他的公司在自己退休后还能继续发展壮大。当他把公司卖给自己的合伙人时，他们曾提出一个建议，让普莱斯在此后的 5 年内继续参与公司的发展。然而，普莱斯却拒绝了这一提议。而后，公司管理的投资组合在此后的 5 年内增长了 4 倍。

普莱斯退休后，公司赶上了两次绝佳的好运气。首先，较小的成长型公司尤其受到投资人的追捧，这使得成长股基金（Growth Stock Fund）与新视野基金（New Horizons Fund）赢得了 6 年的辉煌发展。其次，养老基金管理市场的迅猛发展使大批业绩斐然的养老基金经理加盟到这些公司。那时接替普莱斯出任总裁的查尔斯·舍弗尔（Charles Shaeffer）是一个顶级推销员。结

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

果，公司新业务量激增，在那个增长周期里一路飙升。（后来，因为周期的原因又直线下降。）

回顾行业历史，我们可以看出基金公司与那些依据公司业绩纪录将钱交给公司打理的客户之间存在着某种利益冲突。或许，公司应该声明——普莱斯退休后曾以个人名义作过此类声明——成长热正在被人们过度利用，应该切换到一种更加平衡的运作模式，并且拒绝接受那些一切以成长为导向的投资人的业务。

普莱斯公布了一个能审计持股和显示业绩数据的“示范成长股投资组合”。该“示范成长股投资组合”包括两个家庭普通股持股账户，一个是于1934年开户，一个是于1937年开户，两个账户一直沿用到1972年。

账户中的金额一开始很小，不含现金和债券。也就是说，该示范组合不是投资组合管理，而是选股示范。结果业绩令人惊叹。1934年投资股票1 000美元，所获股息用于追加投资，那么，不包括纳税额，截至1972年12月31日，投资余额将达到271 201美元。如果在“二战”结束时开始投资的话，增值幅度还不及上述的一半。1950～1972年间，投资的市值扣除股息大约增加了20倍，而从1958～1972年大约是4倍。

一些个股增速惊人。例如，截至1972年底，百得的股票在34年后，价格由原来的每股1.25美元涨到了每股108美元，霍尼韦尔的股票34年后由每股3.75美元涨到了每股138美元，3M的股票持有33年后由每股0.5美元涨到了每股55.625美元，Square D的股票33年后从每股0.75美元涨到了每股36.875美元，默克的股票持有32年后，从每股0.375美元涨到了每股89.125美元。

显然，对于纳税的投资人来说，找到能长期持有的股票显然比短时间买卖股票获利的做法更划算，因为他可以无限期地延迟资本利得税，从而可以将本该纳税的钱用作其他目的，此外，还可以避免一些经纪人手续费。由于复利的作用，他的税后所得将远远超过那些必须缴纳资本利得税和经纪人手续费的投资人。

20世纪50年代，我就深谙这种差异。那时我供职于一家投资顾问公司，它经营那个年代业绩最佳的共同基金，在200多家同类公司中独占鳌头。该

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

公司还保持了当时最高的投资组合周转率。紧随其后的便是T·罗·普莱斯的成长股基金。后来我才意识到尽管普莱斯基金的投资组合周转率在那时相对较低，但它为持股人创造的税后收益却优于我任职的公司。一家基金公司的“舵手”不一定都是天才。普莱斯先生是一个明智、敏锐、极富经验的人，并且严于自律、意志坚定，但他从不以天才自居。他认为他的方法都能让非职业人士做到游刃有余。

综上所述，我得出的结论是：在现实的投资世界里，对于有经验、有能力，但是财力却不是格外雄厚的投资者来说，找对公司并长期持有其股票比那种频繁买卖的方法要好得多。因为，相对而言，他不必了解很多不同的信息，不必作很多不同的决定。

普莱斯说：“只要在增长的沃土中选择了那些经营最佳的公司，购买他们的股票并长期持有，直到你能明显地判断出它们已经不再拥有成长潜力，那么，即便是缺乏经验、无暇管理其投资的业余投资者也能轻松获得成功。”

衡量标准

业余投资者真的能做到吗？让我们来看看普莱斯对成长型公司设定的必备条件：

1. 对产品及市场有一流的研发能力
2. 没有面临致命的竞争压力
3. 对政府的监管具有相对的免疫能力
4. 总劳动力成本低，但是员工薪酬高
5. 投入资本的回报率至少是10%，持续高利润率，每股收益快速增长

要选中这样的高成长股票，投资者需要经验和判断力，并且除了经济因素之外，还必须考虑到总体的社会与政治因素。而这一切，我认为，某些勤奋而有经验的非职业人士确实具备。

普莱斯认为对“增长的沃土”有两方面的解释：找到一个仍处在成长周期内的产业；判定该产业内最具发展前景的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

成长产业的两个重要指标就是单位销售量和净收益。在20世纪90年代，这两个衡量标准指向的是计算机软件和互联网行业相关的股票，这提醒你避免涉足那些没有收益的股票。通常，在成长领域唱主角的不是服务提供商，而是思科、英特尔、微软这样的供应商公司。这些公司“不是筛金子，而是卖筛子”。此外，还应该关注投资回报。要吸引投资者，一个公司的单位销售量和净收益都应该改善。有许多定期发布的研究报告告诉你哪些行业正经历最快的增长。投资者通常只注意到那些激动人心的行业，却忘了它们也正变得日趋饱和。

普莱斯指出，当一个行业最终变得饱和并出现业绩下滑的时候，可能会出现“杠杆”效应：利润的下降速度甚至会快于单位销售量。在他事业的早期，他就准确地将铁路行业定位为饱和产业：面对新兴产业，铁路行业表现出下降的势头。由于固定支出没有出现相应的缩减，利润便急剧滑坡。

普莱斯还觉察出，随着政府干预的增加，公用事业公司可能成为不太理想的投资之选。甚至在“二战”之前，他就预测出航空、柴油发动机、空调、塑料和电视产业比正处于饱和状态的汽车和钢铁行业更具前景。

正在经历新一轮成长的旧行业也可能成为投资对象，不管其成长是因为研发的新产品还是“新瓶装旧酒”。新的增长产品改变了办公设备、专业化工产品、石油钻井行业，并为它们的股票增添了新的生机和活力。

怎样才能在具有吸引力的行业中找到最佳的公司呢？这样的公司必然会展现出某些超凡的品质，要么是在一个商业周期的下行阶段表现出单位增长和收益的改善（“稳定增长”），要么是在几个周期的高峰与高峰、低谷与低谷之间表现出收益的增长（“周期增长”）。当你找到这样的公司后，你要判断它们的走势以及它们是否能延续其优势地位。

有助于你分析的一些公司品质包括：

1. 一流的管理
2. 出色的研究能力
3. 拥有产品专利权
4. 财力雄厚
5. 占有地区优势（针对可适用情况）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

只有当公司持续拥有上述品质，你才能判定其股票可能是成长股。

当增长转向衰退的时候，通常转变的原因可以归咎为上述优势的消失。比如：

1. 管理可能每况愈下
2. 市场可能已经饱和
3. 专利权到期或者新的发明使它们失去了原有的价值
4. 竞争可能加剧
5. 法律环境可能恶化
6. 劳动力成本与新材料成本可能增加

这些不利的改变会体现在一些指标的比对结果中，如单位销售量、利润率以及资本回报率。这些指标警告投资者采取行动的时机到了。

普莱斯并不赞同对一家公司的前途作出具体的预测。他说："没有人能看到3年后的情形，更别说5年或者10年，竞争、新发明以及其他种种事情都可以在12个月内改变一切。"因此，华尔街盛行的预测逐年收益、应用贴现因素、提供一个可与市场价格比对的理论价格的"评估模型"是十分令人质疑的。按照普莱斯的理论，只要增长还在继续，投资者就应该绑定增长最快的行业中表现最佳的公司。不要依靠那些所谓精确的数学方法，面对未知的将来，它们只能给你提供一个虚幻的确定性。[①]

20世纪90年代一些人就是靠这种方法在软件、电子商务、生物基因和电信行业找到了一些超级成长股。他们不是依赖业绩报告和投资分析，而仅仅是购买领跑者的股票。

尽管看起来很符合逻辑，但普莱斯从未试图将其理论放之四海，像他比较不同产业和企业一样去比较不同的国家。在他事业十分活跃的几年里，日本经济为世人提供了绝佳的投资机遇，不仅是因为日本当时卓越的生产力，而且因为外国投资者先前几乎都忽略了日本市场。世界上的许多顶级公司尽

① 我仅举一个例子说明这一点。15年后一个纽约出租车司机的收入情况将会怎样呢？你可能会尝试通过以下办法来计算：预测通货膨胀、国民生产总值、人口增长、油价与车价的水平。你可能还会考虑其他很多因素。但这一切全是徒劳。所有你能知道的就是即使他工作十分努力，他也只能过一种拮据的生活。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管一直不断发展，但仍然渴望三四倍的收益。但是，普莱斯冷静地认为自己已经做得很不错了，坚持做他最熟悉的市场。

在思考投资问题的时候，普莱斯喜欢问："投资者自己能获得的回报会是多少?"如果你购买了一只市盈率（比如说40倍）高的股票，不论该公司的资本赢利情况如何，你获得的收益率只有2.5%。而且，在这种情况下，你的股息收益率可能低于1%。当然，你希望这个数字会上升，但是需要很长很长的时间这些股息的总额才会和债券利息相当，比如说9%。

当债券因其诱人的利息而成为人们首选的一个投资工具的时候，市盈率高、回报率却很低的成长股就将面临严峻的考验。普莱斯在一本叫做《成长股估值原则》的小手册中指出了这一点。

买入时机

普莱斯为购买股票提出了具体的计划。按照这一计划，投资者应该先列出清单，然后坚持执行清单。这包含两方面的内容：确定价格和规模买进（或卖出）。

A. 估值

读者们或许预料到了，普莱斯十分看重以市盈率（倍数）为基础的估值方法，而不是评估硬资产（尽管在职业生涯的后期他对自然资源表现出浓厚的兴趣）。

以下几个因素可以帮助投资者确定其要支付的市盈率：

1. 首先是一份收益增长的记录。但是不应该对一个成长股的活跃增长期作出长远的预测。
2. 买入的最佳时机是当成长股不热门的时候，尤其是投资者感兴趣的成长股。
3. 股息增长的"蓝筹股"比无股息增长的其他股票更具吸引力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 考虑到商业周期的反复无常，稳定成长股优于周期成长股，衰退期的周期成长股优于繁荣期的周期成长股。

5. 当债券的收益更高时，投资者应购买市盈率低的成长股。

6. 同样，当总体股票价格较低，低到能产生5%甚至更高的收益时，那么，同总体股票价格处于高位使得收益降到2%或3%的情形相比，投资者应该买入市盈率较低的成长股。换言之，成长股的“总回报”应该与债券或股票的普遍回报相对等。

在实践中，普莱斯总是能够注意到过去几个市场周期中的最高和最低市盈率，从而为自己中意的成长股确定适当的市盈率，最终确定的目标市盈率可能比该股票在某一时期最低的市盈率高1/3左右。

B. 规模买入

普莱斯的案例表明，当一只股票价格跌到他的买入价格目标区间时，这时他大量买进。但这并不意味着要疯狂“抄底”，因为他觉得这样做不值得。当股票的价格持续下跌，并且离他买进时的价格相差很大时，他可能会以较低价格买进，但无论如何，买入价格并不会离最初的目标价位有太大差距。

卖　出

普莱斯强调，投资者必须清楚所购股票的公司的收益增长何时达到最高点。他本人提出了一些应对变化和缺陷的对策：

1. 警惕投入资本的收益下降，这通常是公司业绩下滑的标志。

2. 行业不景气对研究公司的业绩表现制造了障碍。虽然表面上看公司业绩在持续增长，但实际上受到整个行业的拖累，它的营业收入可能在下降。或者相反，公司业绩持续增长甚至达到高峰，但它却忽视了整个行业在衰退。

3. 许多行业，如房地产、火灾及意外保险等，它们拥有自身的发展周期，这是与整体商业周期脱离的，这为未来的发展增添了许多不确定性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当他确实决定在牛市抛出或者减持某股的时候，普莱斯会观望，直到该股涨幅达到当时上限购买价的30%。到那时，他会卖出手中10%的头寸，之后会在当涨幅达到10%时再出售10%。

然而，如果牛市已经到顶，或者该股似乎将要崩溃，或者该公司传出不利消息时，他会出手全部的股票。

价格决定策略

到1965年，普莱斯作为成长股的拥护者已长达30年之久。这些公司的收益从一个商业周期涨到下一个商业周期。最初，他几乎是唯一一个注意到这些公司的投资价值的人。慢慢地，他吸引了越来越多的追随者并且成立了庞大的组织。不仅他的方法被命名为“T·罗·普莱斯理论”，而且许多他最青睐的持股公司，如百得、伊美利空运（Emory Air Freight）、雅芳、罗林斯（Rollins）以及弗利特伍德（Fleetwood）等，都被人冠以“T·罗·普莱斯股票”的名号。但是，后来这些公司的业绩似乎过于优秀，有的收益曾一度达到原来的50~70倍。

于是普莱斯开始宣称是时候作出改变了。在几年的时间里，他发表了一系列报告，最后结集成册，名为《投资者新纪元》。这本书在投资界引起了极大的骚动，尤其是在那些只听说过这本书的人中间。而读过这本书的人则没有这么强烈的反应，因为他在书中的论述相当有说服力。普莱斯在书中告诫人们不要再追捧“T·罗·普莱斯股票”！那么接下来呢？

他发现在他想购买的股票类型中已很少有便宜货了。他的投资目标是一只股票在10年内收益和市值应该翻番（如果出现高通货膨胀，则用不了10年）。然而，当一只股票的收益已经涨了40~50倍后，这种可能性就变得相当困难了。在这种情况下，如果出现任何问题该怎么办？如果在这一周期结束时人们仍然运用这种市盈率去操作，结果会怎样？

普莱斯认为，当投资者对意外发生的增长奇迹激动不已时，他们忽视了自然资源资产。所以，他提出他称为“新纪元”的投资方法，即除了成长股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之外，投资者还应该购买能抗通货膨胀的资产，如房地产、自然资源、金、银等。

他于是削减了成长股的投资，将家庭资产中为数可观的一部分（包括他公司的销售收入）平均地投入债券和股票上。其中股票主要是按照他的“新纪元”理论挑选的，主要是黄金股。

10 年后，这些股票已经产生了相当可观的利润，这与当时的股市尤其是成长股的表现形成了鲜明的对比。

普莱斯与价格

让普莱斯痛心的是，他的继任者们穿着新鞋走老路，将他们管理的基金用于购买同一类股票，根本不考虑他们为 1 美元的收益或股息付出的代价。（我记得一个股民跟我说，购买市盈率最高的股票更加明智，因为这些股票享有最高的机构认同，所以随着收益的增加，这些股票是升值可能性最大的。此外，当市盈率是 50 而不是 10 的时候，1 美元对于收益的影响就增加了。）

现在我们将这一切视为投资者跟风在现实中的正常反映，但是当时情况就是这样。

到 1974 年，普莱斯害怕的情形终于出现了。成长股成为一个灾难，许多成长股较其高位值跌幅达到了 75% ~80%。曾经给普莱斯带来荣耀与快乐的新视野基金在 1973 年每股资产价值缩水了 42%，1974 年缩水了 39%。由于股市下滑引发的赎回，基金的总规模由原来的 5.11 亿美元下降到 2.03 亿美元。

我们几乎可以说普莱斯公司是注定要在 1974 年的熊市中一蹶不振的。普莱斯的继任者们缺乏在最成功的时刻全身而退的勇气。面对着急切要求公司管理他们资金的重要客户，他们被冲昏了头脑。拒绝这些客户几乎是不可能的。然而，公司本应对其理念进行反思，并且重组负责成长股分析的研究部门——就好比关停一家很成功的法式餐厅，将其作为寿司店重新开张一样：理论上是可能的，现实上却难以实现。最后，每个人都忙于承接新的业务，以至于无暇顾及以后将会发生什么。诸如雅芳公司之类的股票当时以每月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1%～2%的速度增长。普莱斯合伙人公司购买了这些股票，摩根担保信托银行奋起直追，于是股价进一步抬高。接着美国信托公司（US Trust）和其他银行也纷纷购买，股价又被抬高。接受相同经纪人服务的私有瑞士银行也加入此阵营。其他基金及对冲基金经理们也来了。这使得普莱斯合伙人最初的购股行为显得十分明智，于是它又追加了购买数量。周期仍然在继续。令他们高兴的是，飙升的股价为他们创造了绝佳的业绩，这也意味着更多的客户和更高的收费。

当1974年成长股失宠时，“成长股”一词几乎成为华尔街的禁忌。曾经于1973年欣喜若狂地以每股130美元或者说55倍市盈率购买雅芳股票的机构，1974年开始以每股25美元或者说13倍市盈率抛售。到了1974年末，股价缩水到了离谱的程度，以至于就连普莱斯本人都以为可以安全地再一次购买成长股了，尽管未必是同以前一样的成长股。随着市场价格的下跌，许多成长股都已经超越了生命周期的鼎盛时期，因此增长潜力变得越来越小。

所以在他的个人投资组合中，普莱斯又一次改变了策略。他将自己的兴趣投入三种类型的股票：一是“未来成长股”——那些他认为仍处于生命周期早期阶段的公司；二是较老、较成熟的公司，这些公司虽然前景不是那么乐观，但价格已经降到了普莱斯认为有投资价值的范围；三是那些他认为价格已经跌到“破产清算价格”的各类公司，主要是自然资源类的，如金、银及其他。

到1977年末，公众对于普莱斯个人的投资哲学与他一手创办的公司的投资哲学感到不解。普莱斯的哲学仍然是成长导向，但已经将重点放在只购买具有实际价值的股票，而他的老公司却陷入了对他理念的简单化理解中无法自拔。普莱斯对此也深感忧虑，以至于在一些采访和言论中他公开明确表示“普莱斯合伙人公司与T·罗·普莱斯之间存在天壤之别”。①

这位愤怒的老人痛斥继任者的样子透着略带感伤的幽默。人们不禁想到另一个杰出的南方佬肯德基的桑德斯上校，他在售出自己的公司后，指责自

① 公司遭受的损失小于其客户的损失。客户继续青睐养老基金，并为其注入新的资金。公司还创造了当时很受欢迎的固定收入基金。在接下来的几年里，公司渐渐稳定了下来，并且发展迅速。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己创造的美食沦为了"讨厌的猪食"。

但不管怎样，普莱斯是对的。1973～1974 年当成长股神话破灭时，他公司名下管理着太多的资金。所以，很有可能公司（而不是普莱斯本人）为客户损失的利润要比它先前为客户挣得的多得多。事已至此，我们凭自己的后见之明很难想象，不论是在普莱斯合伙人公司还是在摩根担保信托银行、美国信托公司以及其他著名的机构中，所有那些聪明绝顶、训练有素、经验丰富的投资经理们是如何欣喜地紧持并且追加购买那些时髦的成长股的，而且，哪怕这些公司都实现了他们梦想企及的一切甚至更多，这种购买价格也很难得到合理的解释。更可悲的是，一些在接近最高位的时候买入普莱斯股票的追随者在股票跳水 3/4 的时候开始绝望地抛售，在即将再一次获得回报之前完全放弃了普莱斯的投资理念。不难理解为什么普莱斯想和所有这些人划清界限。

那么普莱斯如何才能避免这场灾难呢？我能想到的办法只有两个。第一，在提出成长说之后，他本应向他的公司灌输一种基本的灵活务实理念，使他的继任者们永远坚持以常识、现实主义、随机应变为最高投资价值理念。这样的话，或许当成长股的价格触碰灾难性的高位时，他的团队能够见好就收。第二，他应该物色并培养一个更加称职的继任者，一个成长在他身边并最终继承他的权威的投资大师，一个能在关键时刻凭借自己的智慧和魄力力挽狂澜的人。然而，由于普莱斯的特殊天性，这样的人不可能出现在他的身边。

20 世纪 90 年代的大牛市是一个完美的普莱斯时代。正如我在 2000 年写道，我们当前的市场部分地呈现出极端夸大的一面，这不由得让人想起 1973 年发生的一切：普莱斯在那个时候就明白曾经充满绝对诱惑的价格已不再货真价实，于是他采取了行动。如果在今天，普莱斯会采取同样的行动吗？我想会的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第二章】

沃伦·巴菲特：共享企业成长



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近几十年来，沃伦·巴菲特，一个曾经即使在自己的家乡也鲜为人知的人，如今却成为了美国最成功的投资大师和最富有的人物之一。他人生的得意或是失意——得意的时候居多——甚至是不经意的话语都会在商业媒体上成为热点新闻。而关于他的这一切都有一条清晰、连贯的历史脉络，因此更便于我们展开研究。

巴菲特最初是本杰明·格雷厄姆的追随者，后者在“价值”（区别于“成长”）投资法方面是最杰出的理论家。他编辑过格雷厄姆的《聪明的投资者》（*Intelligent Investor*）一书，书中精辟地阐述了该方法。但当一名追随者自己成长为一位大师时，或者当时代发生了变迁，他就会超越以前的权威并开创新的领域。正如我们将会看到的，巴菲特也不例外。

如果在1956年，你在巴菲特开始合伙投资的初期向他的公司投资1万美元，那么到1969年末，当巴菲特解散公司时，你就会获得267 691美元的回报。他从来没经历过坏年景，即使是在1957年，1962年，1966年和1969年的严峻的熊市（要说坏年景，1999年倒算一次）。当合伙投资结束后，你可以选择同巴菲特一道成为伯克希尔－哈撒韦公司的股东，尽管它后来脱离了合伙制，变成了巴菲特的投资工具。如果那样的话，你最初的1万美元到目前将增长至5 000万美元左右。（这一惊人的业绩在某种程度上是靠着调用保险公司浮存金来购买股票而不是普通债券，靠着用一家公司去收购另一家公司，因此与共同基金的绩效没有可比性。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管身价不菲，巴菲特的处世态度却堪称朴实，他既坦诚又友好。从职业的角度来说，他锁定并收购股价低的问题公司，重整后高价出售，就像秃鹰清理动物尸体腐肉一般令人不快，但他却是一只令人感到愉快的秃鹰。他一笑起来的时候，圆脸上的大嘴两旁就会出现很深的笑纹。大大的牛角框眼镜后面闪动着他那令人捉摸不定的目光。他发际线很高，头顶着一堆杂乱的头发，眉间有着很深的竖纹。巴菲特发皱的衣服是美国中西部的风格。他身材矮胖，喜欢吃垃圾食品，包括汉堡、炸薯条、乳脂软糖和樱桃味的百事可乐。据说有一次在晚宴上，他拒绝了一杯端过来的葡萄酒，说“不了，谢谢。我还是愿意要钱”。总而言之，巴菲特的生活并不奢华。他在城里没有豪宅，乡下也没有别墅、游艇和农场，没有艺术藏品，也不像以前的大亨们那样四处捐赠。

每个人都想要从显赫的富人那里获取点什么。巴菲特的妻子苏珊曾经做过夜总会的歌手。她从奥马哈搬到了旧金山，一部分原因是为了逃避那里的生活向她提出的无休止的要求。他们两人的关系很好，但巴菲特曾经和他的女管家阿斯特丽德·门克斯交往过一段时间，她曾在苏珊唱歌的那家位于奥马哈的法国咖啡馆里做过服务员。

巴菲特对他所有的孩子都比较信任，但却因为不想让他们变得堕落而没有给予他们太多。他说：“我的孩子要在这个世界上闯出自己的天地，而且他们也知道，不管他们做什么，我都会支持他们。”但他绝不会遗赠给他们“终生的免费饭票，仅仅是因为他们投对了胎”。而他的子女们却未必都对这种苦心感到满意。他女儿说：“当别的父母都想着给自己的孩子买东西，而你所需要的却仅仅是一小笔钱的时候，这种感觉就会很不是滋味……按他的原则，他是不会给我们的。从小到大，我父亲都在教育我。不过，我觉得自己已经上够了课，他可以适可而止了。”

他认为快乐来源于小小的进步，而不是一劳永逸地达到某个目标。让你感到快乐的不是你住在豪宅里，而是你给自家房子多添置一间屋子。他相信“精英治理是建立在机会均等的基础上的”。继承财富，或者说仅仅由于父母的选择，在一出生时就获得终生免费的饭票是“社会的不公”。基于这一人生哲学，他将大部分的财产都赠与了一个基金会，该基金会将来有可能成为世界上最大的基金组织。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

难以逾越的壕沟

巴菲特投资思想的精髓在于将整个商业世界分割成少而精的、值得投资的优秀企业和为数众多的、业绩糟糕或者表现平平、无法吸引投资者长期持有的不良企业。大多数企业通常不值它们被出售的价格，但是在极少数情况下，由于当时低迷的经济和股市前景，一些优秀的企业却几乎是被拱手相送。如果碰到了这种情况，大胆买下来！巴菲特喜欢持有六七只核心股票，同时持有十几只可能被再次售出的股票。他把传统的多元化策略描述为“诺亚方舟法：如果你把看到的所有种类的股票都各买两只，最后你得到的是一个动物园而不是一个投资组合”。（过于集中投资是他自己的选择，并不是对每个人都适用。我将在稍后的文章讨论这一问题。）

对于巴菲特来说，好企业的关键在于商业特许经营权——这种特许经营权能在其周围筑起“一条城壕”，另一家公司就难以挤压它的价格和利润空间。美国经济体系内在的竞争机制约束着超级特许经营权的产生。事实上，美国一些行业的利润是如此微薄，以至于它们很难吸引到所需的投资来制造和提供社会需求的产品和服务。而当它们无法做到这一点时，政府就开始介入，遗憾的是，做得非常糟糕。比如说，由于政府采取租金控制，那些很小的却能有效解决问题的房东就销声匿迹了，而政府出资建造的公共房屋却造成了巨大浪费。

当被问到商业特许经营权的概念时，巴菲特解释道：

> 如果一个有钱的聪明人想要试着投资的话，他应该做一下特许经营权的测试。如果你给我10亿美元和全美国50个商业经理中的佼佼者，我绝对会彻底统治商界和新闻界。如果你说，“去挤垮《华尔街日报》”，我会把这10亿美元交还给你。尽管很不情愿，但是我会把钱还给你。真正衡量一个企业，要看他的竞争对手能对它造成多大的打击，即使这个对手对于收益没有概念。秘诀在于发现还没被其他人所发现的好企业。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

巴菲特眼中值得拥有的企业——那些有强大的特许经营权的企业——有时会被归入他所谓的“总利润特许权”企业，或者称之为“总收入特许权”更合适。它们包括电视台、报纸、国际广告公司，以及最大的保险经纪公司。受益于它们的服务对象的巨额投资，上述这些机构几乎不用出资就可以经营，而且事实上还使得大量的资金回笼。那些不幸的资金密集型制造商——比如说通用汽车——为了使顾客关注自己的商品，通常只能通过支付费用给“特许权”的持有者：J·沃特·汤普森、《华尔街日报》、地方电视台或以上全部公司。

其他巴菲特喜欢的拥有特许经营权的公司包括保险和再保险公司，金融公司，如富国银行、房地美（美国联邦住宅贷款抵押公司），专业机构如 Sperry & Hutchinson Green Stamps，它是一家家具、珠宝零售商，另外还有糖果生产企业，但不是很多企业都拥有需求巨大的稳定的市场。近几十年来，巴菲特偏离了格雷厄姆式的价值理念，转而青睐大的跨国消费品公司，如可口可乐和吉列。的确，这两家公司都被又高又深的“城壕”环绕着。

我到奥马哈拜访了巴菲特几日，他的办公室位于一座现代大楼的高层，整洁又朴素，架子上摆放着文件，桌子上有一盒软糖，巴菲特不时地从里面取上几颗。味道很好——喜诗糖果生产，伯克希尔－哈撒韦持有它的股份。书架上除了其他金融书籍外，还摆着格雷厄姆和多德的《证券分析》的不同版本。

巴菲特面色红润，看起来很友善。他脸上显现出一副不安的神情，两脚搭在桌上，给自己倒了一杯百事可乐，兴致勃勃地开始讲述他所想的，言语之间显露出美国中西部人所特有的平板语调。他说：

当我还在华盛顿伍德罗威尔森高中上学的时候，（一边忙着重新向杯中添满百事可乐，往里面倒了些糖水樱桃，然后又多倒了些进去。）另一个孩子和我创办了威尔森投币机公司。当时我只有 15 岁。我们把重新改装过的弹子机租给理发店老板。在华盛顿，经营弹子机是要付印花税的。我记得我们是唯一买过弹子机的人。第一天我们用 25 美元买了一台旧机器，把它摆在一家商店里。当那天晚上我们回去时，它里面有了 4 美元。我觉得自己找到诀窍了。（喝完一杯百事，他倒了另外一杯，加了些糖水樱桃。）最后我们每周能赚 50 美元。我从没想到生活这么美好。高中毕

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业之前我就用 1 200 美元在内布拉斯加州东北部给自己买下了一块未耕种过的农场。

巴菲特的父亲曾经担任过四届共和党的国会议员，后来成为一名股票经纪人。他是一位狂热的极端保守主义者，但却深受孩子们敬仰。作为一个正直的人，他对于金钱的兴趣很小：当国会议员的收入从 1 万美元涨到 1.25 万美元时，他把涨的那一部分又退还给了财政部。他认为巴菲特的赚钱活动很有趣，仅此而已。他更希望自己的儿子将来成为一名牧师。

12 岁时，巴菲特喜欢上了障碍赛马，并编写、出售过一份叫做《马童快讯》的赛马小报。他曾说服父亲向国会图书馆借阅所有关于赛马下注的书籍，今天人们不禁会猜想图书馆当时对于议员的要求作何反应。

此后，他又到球场捡高尔夫球，然后转手倒卖，还在《华盛顿邮报》做过报童，揽下好几条销售路线。他 9 000 美元的原始收入中的大部分都是送报赚得的，后来他用这笔钱支付了大学的学费。

他同时也对股市技巧分析很着迷，并研发出他自己的一套分析市场时机信号的方法。然而，这些对他都没有什么实际意义。在就读于内布拉斯加大学期间，他阅读了本杰明·格雷厄姆的《聪明的投资者》，之后他在 1949 年放弃了自己的方法。接下来的几年中，他在哥伦比亚大学求学，因为格雷厄姆和多德都在那里执教。

巴菲特在《名人录》里发现本杰明·格雷厄姆是政府雇员保险公司（GEICO）的主席，这家公司绕过经纪人，直接通过邮件销售汽车保险。他在一个星期六直接找到这家公司，敲响了办公室的门。门卫终于开了门，巴菲特向他询问是否能和什么人谈谈这家公司。门卫带他上了楼，在那儿的一间办公室里他见到了 L·A·戴维森，也就是后来的首席执行官。巴菲特跟他探讨了 5 个小时，谈话结束后两个人都对这家公司和它的股票的前景感到兴奋。

毕业后，巴菲特主动要求无偿为格雷厄姆工作，但被他婉拒了。因此他回到了奥马哈，进入父亲开办的股票经纪公司工作。他积极地宣传 GEICO，结果却发现困难重重。其实，一些保险业者向巴菲特的父亲施压，要求他阻止巴菲特替一家没有代理权的保险商作宣传。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

很快，巴菲特又有了新想法。他觉得只要人们了解了一个公司，那就一定有办法让这些人购买这家公司的股票。比如，堪萨斯城人寿保险公司的股票以它法定盈余的3倍价格来交易，或者说收益率达到了33%，而购买保险的投保人的收益却只有2.5%的年增长率。巴菲特认为堪萨斯城人寿的总代理商如果每天都销售保险，并向堪萨斯城邮寄支票，那么就一定知道这家公司的真实存在，所以自然能够成为购买股票的潜在客户。然而事实正好相反。这名代理商为他自己和家人购买了人寿保险，因为他对保险单中按复利计2.5%的收益很满意，但他却拒绝购买按复利计收益为33%的股票！巴菲特怎么也无法引起他购买自己公司股票的兴趣。

1952年，巴菲特21岁。在接下来的几年里，他在报纸上登出了投资培训班的广告，希望借此吸引客户。他还花100美元听了戴尔·卡内基的一堂关于演讲的课。他的这些“学生”中，有一些开始进行投资，有的后来还成了百万富翁，甚至亿万富翁。

巴菲特与格雷厄姆

巴菲特一直与格雷厄姆保持联系，将自己的想法写在信中寄给他，希望能获得股票交易业务的机会。而格雷厄姆对于自己的时间和思想从不吝啬。1954年，他建议巴菲特到纽约见面。巴菲特到了纽约，受雇于格雷厄姆－纽曼公司。他在这家公司度过了意义重大的两年。如今的巴菲特很难回过头去描述当时所做的工作，但是有一点可以肯定，那就是，工作的一项主要任务就是分析成百上千家的公司，考察它们是否符合格雷厄姆的投资标准。

本杰明·格雷厄姆并不担心什么“城壕”或“收费站”。他绝不会在色拉油丑闻爆发期间收购美国运通，或是收购迪士尼（而这二者正是巴菲特早期的大手笔），更别提执行飞机运输公司（Executive Jet Transportation）或是可口可乐公司了。他不相信定性分析——研究一个公司的产品、运营方式以及它表面上显示出来的前景。他从来不同管理人员交谈，他信奉通过深入研究一般人都能获得的数据来完成工作，即定量分析。他不愿使用任何一般读

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者无法读到的信息。这种方法回报很高，但它并没有真正令巴菲特感到满意。他认为这种机械的投资方法无异于填写一份集体寿险单。而且，这种技术只适用于较小的资本。

我问巴菲特，有的人持有那些常常刊登在财经出版物上的便宜股票，这些人的投资选择合适吗？巴菲特认为这种做法不是很明智。“如果你买下并持有这家公司的股票，你充其量只能和这家公司自己做得一样好。想要快速成长，你必须在资本方面获得高回报。因此，你必须在恰当的时机售出‘格雷厄姆式’的投资，同时找到一家成长更快的公司，只要它持续快速增长，就绝不出售。”

在大师手下当了两年学徒后，巴菲特终于自己也作为一名大师向广阔的天地进发了。他再次回到了奥马哈，买下了一栋大房子，自己偶尔还会为它增添几间屋子。在那里，他开始了个人的奋斗。

回过头来看，以巴菲特出众的头脑，对于投资的迷恋，以及他在学术和实践上的充分准备，没人会惊讶巴菲特做得那么成功。然而，没有人可以预见到他能取得今天这样骄人的成绩。

说到钱的问题，巴菲特的家乡奥马哈和别的城市，比如波士顿或者说佛罗伦萨比起来显得得天独厚。我说到这种优势是因为像许多其他的美国城镇一样，奥马哈的一切都以经济为中心：没有关于庄严庙宇或恢弘宫殿的多余记录，没有古雅的书店或诗情画意的拱廊，没有情侣流连的河畔长椅，也没有博物馆或昂贵的收藏品。相反，这里有的只是办公大楼、联合太平洋铁路的终点站、汽车出租公司、农具批发商以及机床公司。

我怀疑在奥马哈是否有哪一栋重要的建筑或是某个行业史是巴菲特所不熟悉的。同他在市中心四处走动的话，你就会听到他滔滔不绝地讲述所经过的每一栋建筑物和每一家企业的财务特点。

正如一位老家庭医生常常在病人坐稳之前就能诊断出他是否患有贫血一样，巴菲特只需扫一眼公司的年度报告就会迫不及待地在纸上指点起来，指出这儿的存货太多或是那儿的工厂利润不够。在本书涉及的所有投资者中，巴菲特属于把持股公司作为商业机构理解得最透彻的那一类人：公司是活的有机物，有心肺、骨骼、动脉和神经系统。他会说当投资者在购买股票时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果他脑子里除了想着这家企业的经营状况，包括管理、工厂情况、顾客及劳工关系、现金头寸、所经营资本数量之外还在考虑其他的事情，那他就是疯了。巴菲特坚信华尔街那些大谈股票走势或是机构赞助的人是愚蠢的，集懒惰与无知于一体。他把他们比做把望远镜抛到一边却去依靠占星书的天文学家。

他只把股票看做企业利润的一部分，总是先问自己："我愿意为整个公司支付多少钱？在这个基础上，它的1%或是10%又是多少？"很少有公司能引起他购买的兴趣。如果一个人确信他真正了解一个公司的价值，他就能够有信心在经济不景气的环境下将它买下来。

巴菲特在1956年即他20岁的时候以10万美元创办了一个家庭合伙公司，后来将全部的钱都投入其中。作为经理，他在资本的年回报率为6%的基础上获得了利润的25%。

每年巴菲特都会在给他的合作投资者的信中写道：

> 我不能向合伙人承诺结果，但我可以承诺以下内容：
>
> 1. 我们把投资对象的选择建立在价值而非受欢迎程度之上。
>
> 2. 我们的操作模式是试图将永久资产损失（并非短期行情损失）降到最低。

巴菲特表述的目标是相对的而不是绝对的：每年平均超越道琼斯10个百分点。通常情况下，他购入被低估的上市股票，他发现这比购买整个公司更划算。他也经常参与并购和套利。偶尔巴菲特也会在谈判的基础上取得上市公司或纯粹的不上市企业的控股权。他拒绝向投资者透露自己正在做的事情。他指出，举个例子来说，如果他告诉他的合伙人40%的钱都投进了美国运通，或者他主要投资了长线白银期货，那他们就会感到担心，会提出很多问题，会给他发邮件。至少，这会浪费掉他很多时间，而最差的情形则是他被他们的反应所影响。他说，这就如同一个外科医生在实施大手术的同时还与他的病人交谈一样。

因此，在1961年，他成为内布拉斯加州比阿特丽斯的登普斯特磨坊制造公司的董事长，这家公司制造农具，是城里最大的雇主。1963年，他决定自己组成一个团队收购它。1965年，他收购了位于马萨诸塞州新贝德福德的伯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

克希尔－哈撒韦公司，这是一家有着长期亏损经营记录的纺织品制造公司。它以每股7美元的价格卖出，而它每股的运营资本是10美元——一个典型的格雷厄姆式的收购。当它成为他进行并购的投资工具时，它实际的生产活动并没有获得好转，反而最终彻底关闭了。他从事纺织行业所获得的经验使他坚持认为，不应该去试图扭转局面。

一份伯克希尔的年度报告（其风格常被认为是《财富》作者卡罗尔·卢米斯的）引用了萨缪尔·约翰逊的一句话："一匹能够数到10的马是了不起的马——但不是一名了不起的数学家。"他又加上了一句话："一家能够在行业内部明智地分配资本的纺织公司是出色的纺织公司——但却不是出色的企业。"（事实确实如此，只不过是用非格雷厄姆式的方式表达出来的。）

通过伯克希尔，巴菲特依次完整地收购了很多家公司：一家糖果商（喜诗糖果），一家经营印花税票的公司（蓝筹印花公司），几家保险公司和银行，一家纺织公司，一家储蓄和贷款公司，一家日报社和一家周报社以及一家钢铁服务中心。他曾经说过，通过谈判的方式进行收购通常不像在普通的股票投资中那样，能够在讨价还价的基础上成交。单一的所有者不可能像市场有时候那么疯狂，因此收购者在私人收购中最多能获得一场合理的而非大赚一笔的交易。（然而，因为伯克希尔必须做成大企业，它不得不收购整个的公司，而且很多情况下确实做得很出色。）

1964年，当美国运通公司在蒂诺·德·安吉利斯色拉油丑闻案期间股价大跌时，巴菲特成功地完成了一宗出色的大买卖。仔细研究了这家公司后，他断定由这些损失造成的危害是有限的，公司的基本优势是在信用卡业务和旅行支票方面，这些优势并不会受到影响。他将自己当时资产的主要部分都投入了这家公司，在接下来的5年中，这些资产涨到了原来的5倍之多。

1969年股市很繁荣，甚至连垃圾股都以溢价出售，巴菲特再也无法找到特价股票了。他又向合伙人寄出了一封信：

> 我与目前的形式脱节了。当游戏不再以你熟悉的方式进行下去时，人们会声称所有的新方法都是错误的，都注定会引起麻烦，这是人的天性。然而，有一点我很清楚。我不会放弃以前的方法，我能够理解它的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

逻辑（虽然我发现实施它有些困难），即使这也许意味着放弃由于采用新方法而带来的巨大的，表面上看起来很容易获得的利润。而对于这种新方法，我并未理解透彻，也从未成功地实施过，它有可能引发巨大的、永久性的资产损失。

巴菲特还有另外一个问题：他喜欢上了几家他主要的控股公司，比如伯克希尔－哈撒韦公司，不想再将它们售出。这很明显会使他与投资者发生潜在的冲突，对于他们来说，出售这些股份符合他们的利益。

因此13年后，他决定解散合伙公司。这时公司每股股票的价格已经上涨了13倍，而且由于新加入了90多位股东和公司成功的投资，它的股票市值已经增长到了1亿多美元。巴菲特作为投资经理的分红再加上他个人资产的复利，使得他的财富增长至大约2 500万美元。他将股东们的钱以及在伯克希尔－哈撒韦公司的相应股份都还给了他们。一些人被建议咨询其他的顾问，一些人转而投资市政债券。巴菲特专门给股东写信探讨了市政债券。

股东的股权被清算3年后，股市陷入了1973～1974年的大崩溃中。巴菲特现在能够以极低的价格大量购买他最喜欢的拥有“总利润特许权”的公司的股份了：他收购了奥美广告公司8%的股份，埃培智集团16%的股份，《华盛顿邮报》11%的股份，《波士顿环球报》，大都会公司（一家同时拥有报纸和电视台的独立连锁机构），骑士报，李氏企业公司，通用媒介集团，以及平克顿集团的大部分股份。它们中大部分的股票价格都随后大幅上涨。巴菲特说，他通过在报业、保险业以及其他领域“玩不同的游戏”来满足自己并购的欲望。

媒体业务

1977年，巴菲特为收购《布法罗晚报》（*Buffalo Evening News*）公司，通过蓝筹印花公司向爱德华·巴特勒夫人支付了将近3 500万美元。当时当地有两家报纸，另一家报纸是康纳斯家族拥有的《快递》。《布法罗晚报》每周的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发行量为28万份，周六的发行量达到了29.5万份。《快递》在工作日的发行量为12.5万份，周日的发行量为27万份。巴菲特一直认为一家没有周日特刊的日报是不会成功的，因此他向《晚报》投入额外的资金，开辟了一个周日特刊。刚开始的时候，报社免费赠送了3周周日特刊，《快递》向法院提起诉讼，宣称这个赠送计划“有可能成为将我们挤出市场的催化剂”。

巴菲特表明如果《布法罗晚报》成为本市的垄断报纸，那么它的价值将是他购买它时的3倍，但是他宣称在他决定发行周末特刊时，他并没有想过要挤垮《快递》。或许是这样吧，但《快递》最终的确破产了。

至于特许经营权，巴菲特那时评论道：

> 一家主流报纸的经济状况是整个企业界中最出色的……不仅一流的报纸能获得庞大的利润，三流小报也能获得同样的利润，甚至更多——只要这两种报纸都在各自的社区占有主导地位……即使是一家办得很糟糕的报纸也会因为它的“小报”价值而被民众作为一件廉价品来接受。

广播公司的股价增长极其迅猛，为投资者赚取了大量的现金，因此它们在私人买家的购买中一直都保持着很高的价值。

投资电视台并不是完全没有风险的。理论上来说，政府可能会拒绝延长执照有效期，尽管实际上这几乎从未发生过。监管和新技术可能改变广播业的经济状况，但在另一方面，电视台的收入是惊人的：它们的销售净额可以达到总收入的50%，不需要任何营运资本，只有很小部分的固定资产，除了一些电影以外没有任何的存货，而电影还可以赊购。

打败鲍比·菲舍尔

巴菲特说，独立投资者享有的一个巨大优势就是他可以站在“本垒”上永远期待着完美的“投球”。如果他想要这一记球正好投到他肚脐以上2英寸处，他完全可以站在那里等待这样一个球投过来。股市投资是这种情形可以



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真实发生的唯一行业。在这里，你不仅能够等到便宜货，你还可以等到你深谙其中门道的好买卖——它甚至会“冲着你大叫”。

当我试图对客户解释这一点时，我会给他们出一个问答题，现在我用到了巴菲特身上：“你怎样才能打败国际象棋大师鲍比·菲舍尔？”

巴菲特琢磨良久，最后说道：“同他玩除了国际象棋以外的任何游戏。”

换言之，我们要坚持做自己有把握的事情。巴菲特一贯强调，要改善投资业绩，我们可以通过采取某种“限额”，即对我们这一生有可能实践的投资理念的数量进行限制，比如，一年践行一个投资主张……甚至更少。他说，你一辈子不做太多的错事，只需要做对很少的几件事。因此，你应该提前作出决定，进行为数不多的几次大的投资活动。

然而，投资经理很多时候坐视自己的优势转化为劣势。由于只顾着在场上保持活跃，他并不是在原地等待最有把握的一击，相反，他击球的次数太多了。他似乎听到客户在大吼：“快击球，你这个废物。”

必备的素质

巴菲特认为要成为一个成功的投资者，你必须具备以下六点特质：

1. 被有度的贪婪所驱使，而且对投资过程十分着迷。然而，你不能完全被贪婪所控制，那会使你变得急于求成。如果你对金钱过分执著，你会害了自己；但是如果你对金钱不是很感兴趣的话，你就会失去动力。你必须享受这场游戏带来的乐趣。

2. 有耐心。巴菲特经常反复提到我们永远不要轻易购买任何一只股票，除非你拥有它之后，股市哪怕关停 10 年，你也很乐意。

3. 独立思考。把你购买股票的原因写下来：“XYZ 以 5 亿美元出售是被市场低估了的……”当你把这些都记下来后，你要作出自己的决定，然后再也不用管它了。而且你不用有任何咨询别人的必要，因为这个行当不需要什么“顾问委员会”。巴菲特推断说如果你缺乏足够的信息来作出决定的话，你就应该避免作决断。他喜欢引用格雷厄姆的一句名言：“他人的赞成或反对都

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与你的正确与否无关。如果你的论据和推理是正确的，你就是正确的。"

4. 拥有由于掌握信息所带来的安全感和自信，既不要鲁莽，也不要刚愎自用。如果你缺乏自信，恐惧将会从根本上摧毁你。为了展示投资者们过于依赖市场的愚蠢行为，巴菲特用一些不自信的投资者作为例子，他们不明就里，只要股价下跌他们就卖出。"这种做法很疯狂。"巴菲特说。这就像是你花100万美元买了一栋房子，然后马上告诉房产经纪人如果有人愿意出价80万美元，你就卖了它。

5. 对于你自己不知道的事情，宁可信其有。

6. 灵活对待你收购的各类企业，但绝对不要支付超过它价值的价格。计算出该企业现在的价值以及在适当时候出售它时的价值，然后问问你自己："我有多大把握？"十有八九你都不会是确定的。不过有时候，你也会突然感到灵光乍现，几乎都可以听到数钱的声音。然而，没有人能聪明到买下自己不喜欢的股票后还能将其再次售出并盈利的。博傻理论（bigger fool theory）所说的那个更傻的人——他之所以接受一桩坏买卖是希望能够转手卖给比他更傻的人——往往是最初的那个买家而不是他所设想的那个倒霉下家。

当我和巴菲特谈到以上这些要点的时候，我又添加了四条要求。巴菲特是能做到的，但很多其他的投资者却难以做到。这四点是：

7. 接受10~15年深入的理论和实践训练——包括为顶级的投资家工作几年——然后再开始自己的投资。

8. 做个分类投资大师。

9. 要拥有高度的理性和务实。

10. 避免大的干扰。

出色的企业

少数出色的企业都有哪些特点呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1. 即使不靠做假账或耍其他手段，这些企业也能获得高的资本回报。

2. 这些企业是可以被我们理解的。我们应该能够判断出来是什么在驱动员工为这些公司工作，以及这些公司是如何吸引顾客的。IBM 看上去似乎一帆风顺，但它也经历了几次大的变革，比如从打孔卡片到磁带的转变，以及到后来引入 360 系列计算机，从而将整个公司的未来压在一个系统的成功上面。

3. 它们以现款来获得利润。

4. 它们拥有强大的特许经营权，因此有能力自由地提高定价。我们的经济中真正受保护的领域是非常稀少的。它们的稀缺让资本运作大有可为。开一家日本餐厅，如果经营良好的话，不久它周围就会出现两家，四家，八家，最后十六家这样的日本餐厅。再往后，它们的利润会下滑，直到餐馆老板仅仅把它当成一份工作，而不是一项谋取暴利的手段。

比如，美国运通已经有两个完美的天然特许经营权。第一个是它从旅行支票业务中获得的数十亿美元的收入。从本质上来看，这家公司实际上一直在向这些支票的购买者借钱而不支付任何利息，然后又以高利率将这些钱重新借出去。第二个天然特许经营权就是美国运通的信用卡业务。当巴菲特看到办理信用卡的成本逐渐从每年 3 美元上涨至每年 20 美元，即使在色拉油丑闻期间办卡量也没有减少时，他就知道这其中有些独特之处了。

5. 它们的经营者不必是天才。

6. 它们的收入是可以预测的。

7. 它们不是监管的目标。

8. 它们的库存量很少，但营业额很高。换句话说，这些公司只需很少量的后续资本投资。有许多增长迅速的企业在增长的过程中需要注入大量的资金，却只为它们的所有者带来很少或根本没有带来任何收益——这是一个投资者们不时会得到的教训。

9. 它们的管理是以所有者为导向的。巴菲特指出，如果管理人员首先从自己的角度出发，然后才考虑股东，那么人们很快就能感觉到。在这种情况下，股东们应该远远地避开。巴菲特认为，当控股股东们在泡沫涌动的市场上以很高的价格将股票上市后，却因业绩不佳最终迫使大众投资者将 1 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买进的股票以50美分卖出，这是很恶劣的行径。他坚持认为在正确的管理模式中，股东们应该被视为合作伙伴而不是对手。这一态度当然与一些经济学家意见相反，他们认为股东利益的分配只是另一项生意运转的支出。这个理论很有趣，但是却无法吸引资金！

10. 整个库存和厂房有很高的回报率。（应收账款经常能够抵消应付账款。）这一检测只适用于某些行业。它暴露出许多看似有高收入的不良企业实际上是有很多漏洞的——比如说一些大型企业集团。股票发起人可以在泡沫市场期间将普通公司粗糙却成功地包装成时下投资领域流行的样式，但是资本回报率却很难造假。这是巴菲特同标准经纪行分析师的一个极其重要的不同之处。

11. 最好的企业是依靠建立在其他企业增长之上的特许权，它本身对于资金的要求很低。

我曾经问巴菲特关于购买利润率和收益显示出增长的公司，或者正在获得机构认同，或省去红利和其他规则的公司的问题。巴菲特当时回答说，本杰明·格雷厄姆已经研究过大量这样的技巧，发现没有什么能比以一个很低的运营资本折扣购买一家公司，然后再以接近运营资本100%的价格在市场上卖出更划算的了。

巴菲特相信几乎没人应该做空，但如果有人真这么做了，他最好做空整个市场——而不仅仅是那些他认为价值被高估的股票。本杰明·格雷厄姆试图做空价值被高估的股票，四次中有三次成功，但第四次他就会被套牢，因为一只已经被高估的股票的价格将会被热情的民众炒到更高。巴菲特自己对于做空没有任何兴趣。

我描述过在股市处于低迷期，我对丹碧丝公司（Tambrands）的一次访问，一位财务副总告诉我，几年前，当股票销售价格比最低收益高出4倍时，他被淹没在铺天盖地的分析中，我是他几个星期以来接见的唯一一个人。巴菲特回答说这种情况司空见惯：确保自己购买的股票是安全的最确定的信号之一就是这只股票从未被最近的一期《华尔街手稿》（*Wall Street Transcript*）提及——该刊会大量不停刊登经纪行唱好股市的文章。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于非专业人士来说，在巴菲特所有的投资理念当中，需要掌握的最简单却最重要的一条就是：价值迟早会在市场价格中反映出来。这只是一个时间问题，而且通常不需要很长时间。专业人士知道市场的异象一定十分短暂，而大部分的普通投资者却没有这么深刻的感受。如果一只债券和其他债券的票期和性质很相似，但这只债券的销售价格却很不寻常，那么它最终将会向合理的价格靠近。如果一只真实价值 1 美元的固定资产的股票以 60 美分卖出，它迟早会上涨至 1 美元，而且很有可能上扬到 1 美元以上，因为就整个市场来说，股票价格最终不仅反映公允价值，还会反映过高估值。

“你是个狂热的人吗?”

在讨论企业管理人员的素质时，巴菲特咧嘴笑了。他推荐了一张只有一句话的应聘申请表：“你是个狂热的人吗?”一名管理者必须要强烈地渴望经营最棒的企业；如果他刮胡子的时候满脑子想的是高尔夫球赛，那么后果将会在生意中表现出来。一个好的管理者必须热衷于关注成本。他不必非得拥有先进的数据处理设备，甚至不必有预算：但他应该知道自己的成本，甚至需要了解用了多少张邮票。巴菲特提到了彼得·基维，一个在当时被认为是奥马哈最棒的商人。他所经营的公司也许是世界上最成功的建筑公司。经理办公室中没有地毯，没有顾问，老板们在周六也会在那里工作。巴菲特不介意雇用 70 多岁的管理者。比如吉尼·阿贝格，巴菲特从他手中买下了伊利诺伊国民银行（Illinois National Bank）。他经营这家银行直到 1980 年去世，享年 81 岁。巴菲特控股的其他公司也是由年长的人甚至还有一位 90 多岁高龄的老太太管理着。巴菲特对待这些人极有技巧：34 年来没有一位业务经理提出辞职。

管理人员要觉得自己是企业的主人，在行动中也要像个主人翁。巴菲特讨厌利用自己的地位给企业所有者造成损失的管理人员。比如，那些告诉股东们以 40 美元的价格进行要约收购远远不够，而自己却通过自由认股权以 20 美元的价格卖给自己的管理人员；或是那些以低于实际价值的价格卖掉股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来为高于实际价值的收购进行融资的管理人员；或是那些想要扩张自己的势力，但自己的股票在市场被严重低估时却没有回购，即使回购项目符合股东利益的管理人员。

糟糕的行业

巴菲特喜欢说："当一个以精明著称的管理机构面对一个以缺乏经济基础闻名的企业时，最后'毫发无损'的是后者的名声。"

1. 巴菲特最不满意的一些早期投资是在零售业（包括赠品兑换券）。他曾经说过他不了解零售行业。除了在几只零售业股票上的投资损失之外，他对于Hochschild Kohn，一家在巴尔的摩的百货商店的收购谈判也被证明是失败的。仅有数据和密切的观察是不够的，你还需要理解这个领域所发生的一切。一家商店可能年复一年地呈报优秀的业绩，然后却突然倒闭，正如巴菲特所得到的教训一样。然而，后来他在家具和珠宝零售业获得了巨大的投资成功。

2. "你赌上自己的公司"的情形，比如说飞机制造商。有时候，他们不得不把整个公司作为赌注从而在生意场上生存下去。

其他要避免的行业包括：

3. 跟农业相关的企业。它们的周转期相当长（整整一年作物生长期），而且你必须向农民提供资金支持，因为他们直到作物收获（也可能歉收）时才会有现金。也许你的账本上已经显示了利润，并为此交付了税款，但到头来你也许还会在收取应收账款时遇上麻烦。

4. 严重依赖研究的企业。本杰明·格雷厄姆一直不同意华尔街的一个观点，即一家在研发上有压倒性优势的公司往往会领先于它的竞争对手。格雷厄姆认为，如果一家公司必须投入大量的资金来维持领先地位的话，这实际是脆弱而非强大的标志。

巴菲特反驳说在格雷厄姆时期有许多企业本身就具备优越的地位，因此不用在研发上投入大量资本来保持领先；但如今这样的企业很少了，所以格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

雷厄姆对于研发型企业的抵触已经不再适用了。但是巴菲特对于高科技企业所知不多，因此他的投资不会触及这类企业。

对此，反过来，我要说，普通投资者无论如何也没法理解一家复杂的大型公司的操作，因此，比方说，研究默克制药曾经的辉煌多半要比试图去理解 3M 的运作能给他一个更好的对它未来走向的指示。正如我们所见的，菲利普·费雪也不赞同格雷厄姆的说法，他认为在创新上的成功投入是一家能够为所有者创造价值的公司的基本特质。卓越的研发能够使你永立潮头。

5. 负债累累的公司。没有抵押贷款的房子明显比负担着抵押贷款的房子更值钱。

6. “连锁信企业（Chain – letter businesses）”① ——那些需要越来越多的资金，并呈几何增长的企业。

7. 管理层不说实话的企业。如果他们不说实话，巴菲特就不与他们做生意。许多年度报表都很不光彩，巴菲特说。如果犯了重大的错误或是有遭受窘境之虞，财务报表应该如实地反映出来，使得合伙人能够互相讨论。相反，这些报表常常过于乐观或是出于宣传目的，因此它们不是反映实情，而是推销商品。

8. 长期的服务合约。说到意外保险，巴菲特评论说为遥远的未来承担某种义务，却不知道将要付出多少，这是很致命的。如果你跟工人们签下赔偿合约，而其中的一个后来身患残疾，那么你将要承担的是未来 20 年他的诊疗费和住院费，这些费用将是以 20 年后的美元价值来计算的。（但是，保险业是巴菲特最大的直接商业利益来源。如果这家保险公司管理一流，再加上其他种种优点，尤其是限制未来美元价值贬值，那么它就能有效地应对通货膨胀。）

比如，要评估一家人寿保险公司的一个简单方法就是看看它 10 年前的实际价值，然后看它今天的价值。几乎所有情况下复利都不会让人感到兴奋。

“长尾再保险业是最危险的行业之一，”巴菲特曾经这样告诉我，“20 年

① 连锁信是指一封寄给一些人并要求每位收信人把带有同样要求的复印信件寄给一定数目的其他人的信。只要所有收信人都按要求去做，连锁信的流通量就以几何速度增长。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后，你突然发现自己有义务要支付一大笔从未预料到的账单。”（石棉沉滞症和其他诸如此类的负债从根本上毁掉了英国劳合社。）“再保险业务最后很少是像当初办理它时那样。一些销售再保险的狡猾家伙看上去像你所希望的最稳重谦逊的那一类人——好像直接来自电影厂的演员。但他们照样糊弄你，绝不含糊。”然而，正如我们看到的，巴菲特后来实际上把伯克希尔转变成了一家再保险公司。

警惕重工业

巴菲特最著名的理念之一就是要避开那些需要持续大量投资的美国标准大型重工业。它们中的许多都身陷麻烦之中，原因包括竞争、过度监管、上升的劳动力成本，诸如此类。具体症状表现为，为了维持经营，许多这样的大企业在付完合理股息之后，所需的资金却超出了报告的盈利。为了维持现状，他们不停地要求注入新的现金净额，正如许多非洲国家所做的那样。诚然，他们不停发行的新股票能够带来股息，新债券能够带来利息，但是从根本上来说，这些股息和利息所得不过是“为招揽顾客而赔本出售的商品”，用来诱使投资者购买发行的新债券。投资者真正能够再看到本金的机会很小。这就好比“明天有果酱，昨天有果酱，但今天永远不会有果酱”。

我发现这在某种程度上来看，正是美国资本主义的微妙之处。公司的所有者被诱使向工厂里投入越来越多的钱，但却得不到能带回家花的现金。这就像是带着鸬鹚捕鱼一样，它们脖子上系着绳子，因此只能满足于潜下水中捉到鱼，填进自己的食管，但却不能真正把鱼吞下去，最后鱼总是被老板拿走——在美国公司，最终获利的是政府以及除了股东以外的所有人。

所有的投资换来一半的公司股份

巴菲特很少对风险投资的提议感兴趣。通常，发起人会邀请你把所有的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

钱都投进一个投机项目中来换取一半或3/4的公司股份。然而，多数新的风险投资不久便以失败告终。

从另一方面讲，在一场市场崩溃中，你可以仅用当时价值1/4的钱就能买下一家完美无缺的公司，还不用付钱给发起人或承担他无法兑现的风险。

比如，当巴菲特在1966年初买下迪士尼公司时，它的股票正处在低谷。尽管已经拥有令人赞叹的创新管理，它的股票还是以原有价值的1/4向私人买家出售。市场对于公司以前的热门影片的巨大存储不屑一顾，它们似乎一直可以隔上几年就被拿出来重新放映。

世界500强综合征

巴菲特说，如果你能让一家公司的首席执行官服下“吐真剂”，挖掘他收购公司背后的内幕，你常常会发现，激励他这么做的是因为他想在《财富》500强企业排行榜上晋升几位，而不是出于对自己公司股票价格的考虑。许多公司，包括银行的经营状况变糟，都是因为它们的总裁关注的是企业规模而非质量。他们太着迷于公司在行业内的地位了。

巴菲特评论说，旧金山的克罗克银行（Crocker）为了收购美国圣迭戈国民银行（US National of San Diego)，一家仅有它1/6规模的经营困难的银行，支付了高出账面价值约9 000万美元的溢价。而之后，为了给这次收购的大部分款项埋单，克罗克银行以远低于账面价值的价格售出了自己的股票。

当时的首席执行官（现在已经退休了）在这一事件中采取的并不是公司所有者的态度，而是一个帝国建造者的态度。银行家变得更重要了，而股东们却变得更穷了。巴菲特引用莫里斯·夏皮罗的话说：“银行的数量要比银行家的数量多。”

巴菲特觉得公司里通常不设立专门的并购部门要好些。如果有了这样一个部门的话，就会导致某种压力，这种压力常常会误导公司为了收购而去收购。这个部门的成员常常机械地理解管理层的意图。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

用现金购买更多的现金

巴菲特最喜欢的投资技巧之一就是买下一家拥有自由现金的公司，比如一家保险业公司，然后用这笔自由现金来购买下一家拥有自由现金的公司，以此类推。比如说，当巴菲特在1968年开始收购蓝筹印花公司的时候，这家公司在未清偿的印花税中有着超过6 000万美元的“浮存金”。伯克希尔公司用这些钱中的2 500万美元购买了喜诗糖果。喜诗现在的年销售额已经比当时翻了几番，税前盈利大大超过了巴菲特当年的收购价格。

同样，巴菲特以蓝筹印花公司购买了《布法罗晚报》的全部股份。蓝筹印花公司还购买了威斯科金融公司（Wesco Financial Corporation）80.1%的股份，这家公司在当时能够买下精密带钢（Precision Steel）和互助储蓄信贷（Mutual Savings & Loan）全部的股份。收购威斯科是一起极其成功的投资，它后来买人了消防员基金保险公司（Fireman's Fund）2%的股份，而伯克希尔同时买下了这家公司5%的股份。

伯克希尔也利用它保险业务中的“浮存金”——公司所持的在赔偿损失时才会用到的保险金——来购买股票：主要是保证金账户。另外，它还将保留资金存储起来以支付递延税款。这两种低成本的举债经营就相当于几百亿美元。用它们投资股票或低级的优先股的风险会更大，超过了如果投资债券将产生的风险。

为了理解这一过程中的举债经营，试想一下一个帝国的成长。普鲁士王国曾经是一个小国家，但它通过强大的军事力量将它周围的几十个小国的军事和经济力量充实给自己，最终创造了更大的德意志帝国。这个庞然大物接下来又四处寻找下一个猎物。德国军队先后吞并了奥地利、捷克斯洛伐克、波兰、荷兰、比利时和法国。拿破仑也做了同样的事。在这些例子中，军队力量越来越强，财富越积越多直到帝国垮台。

在1998年6月5日一次漫长的讨论中，格兰特计算出“从1991年到1997年间，伯克希尔负债经营调整后的税前回报的年增长复利率仅仅比标准

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

普尔500指数的回报率高了3个百分点”。

换句话说，严格按照同比销售额来看的话，巴菲特的选股技巧（与做生意截然不同）并不像它看起来的那样神奇。

银行业

巴菲特指出，银行业是少数几个即使成为行业老大也没什么优势的行业之一。真正重要的是你怎么管理资产、债务和成本。在这些方面，企业的规模实际上并不代表什么。

他认为，如果你不疯狂的话，银行业是一个极好的行业。不幸的是，正因为这样才存在着真正的风险。有许多急切的年轻人想很快创造利润，但这是通过制造风险来实现的，这些风险可能在很久以后才显现出来，怎样来控制这些年轻人的冲动就成了一个问题。巴林银行和其他银行发现，你没法控制这些年轻人。

在将一个好的、强硬的、高效率的银行经理和一个不切实际、效率低下的银行经理之间进行对比时，巴菲特打趣地评论说，大卫·洛克菲勒曾经隔一段时间就要宣布大通银行之所以年复一年地把市场输给花旗银行，毛病就出在他的几个顶级下属身上。

巴菲特指出，纽约的Freedom National Bank这家在几个大银行（包括大通银行）的建议下开设的小规模银行，在遭受信贷损失之前的1975年就损失过资金。然而，虽然它有着一笔巨额的税务损失，但它购买的市政债券比自己的净资产还多，显然购买免税债券是极其不明智的。

商品期货

巴菲特和我在一点上有共识，即华尔街的企业鼓励他们的客户轻易涉足商品期货是很令人愤慨的。他说，你有时候可以分析出一个非农产品期货的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长期价格走势，尤其是金属。如果一种不可替代的金属价格跌到了其成本以下，它最终必定会反弹。但是农产品期货要受天气和其他不确定因素的影响，投资它们需要才华和资质。由于巴菲特将胜算寄托在分析之上，他从来没有投资过农产品期货。

但是，随着时间的流逝，他参与了几宗期货交易，其中两宗是白银期货。第一次是在约翰逊政府期间，政府当时还没有完全采取自由价格。每次总统宣布白银价格永远都不会上涨的时候，巴菲特都会出手购买更多。关于他在 20 世纪 90 年代后期的另一次孤注一掷，我在下文会谈到。但是他从来不会在超出用现金来交割的可支付范围买进：如果你看涨买进一种金属，即使它最终涨到了你预期的水平，一开始的时候它的价格也许会走低，让你在半途中就出局。

巴菲特发现，拥有实际金属要比拥有矿业公司的所有权安全得多。假设这家公司花费 10 亿美元用于购买铜矿，然后它就得重新将大部分利润投到日益扩大的发展和越来越多的设备上去。最终“客户得到了铜，而公司却只剩下亏空”。

当债券优于股票的时候

对个人投资者来说，投资免税债券的收入要比可预期的股票税后收入更加有吸引力。1999 年在展望前景的时候，巴菲特认为扣除通货膨胀以及约占 1% 的投资交易费，股票总体的增长可以带来 6% 的回报率。

有时候你可以从优质市政债券中获得不错的回报，比如工业收益债券，同时又不用承担股票带来的风险。在这样一个时期，市政债券比股票更受青睐。1999 年他评论说，只有你认为利率会大幅下跌时，当时的股票价格才是合理的，但如果是这种情况，购买长期债券期权将是更为有利的选择。

债券的变现能力并不是非常重要的，它并不比股票的变现能力重要。如果你可以在一个星期，甚至是一个月里卖出债券，这就足够好了——这要比在房地产的情形好多了。你要用多长时间才能卖掉一座农场？确实，越是真正的投资者，越少关注债券的变现能力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会计知识，商业的语言

要想成为一个一流的投资者，第一步就是学会基础会计知识。正如一位象棋大师一样，投资者也身处一个竞争激烈的游戏之中。竞争性游戏的本质是，顶级的玩家数量一定是有限的。所以，如果你缺乏最棒玩家的关键技巧的话，你赢的机会就会被大大降低。

没有在会计方面的足够知识，投资者甚至不能够理解正在讨论的话题，更别提找出事实了。没有会计知识，投资者所处的困境就如同一个渴望成为乐队指挥的人却不懂乐谱一样。乐谱是音乐的语言，数字是商业的语言。也许会有不懂乐谱却很伟大的音乐家，也许会存在不懂会计却很有技巧的投资者，但这样的人寥寥无几。

投资者必须能观察到他感兴趣的那家公司的会计系统的变化，同时要能够理解这些变化的意义。为什么管理方法从后进先出（LIFO）转变为先进先出（FIFO）？用生产存货利润来抵消经营利润的缺口是否妥帖？为什么在一家联合大企业的附属保险的投资组合中，资本增值可以在母公司的层面上作为普通收入被实现和认可？经营利润是否在系统中的其他地方徘徊不前？类似的问题都会从对数据的仔细研究中浮现出来。

由于美国证券交易委员会的存在，大部分上市公司都会披露大量的信息，不仅包括年度报表、代理人声明和季度盈利报表，还包括 10K 报表，人们可以通过这一宝贵的资源洞悉一家公司的各项事务。一名有经验的投资者当然会仔细研究这些报表中的所有数据。他把这些数据当做探寻更多细节的起点，他们可以通过直接与公司、它的竞争者或其他来源交流而获取这些细节。

如果数字不能反映全部情况，就像如今流行的网络股一样，那又如何？在这种情况下，巴菲特就会退出游戏。在 1998 年的公司年度股东会议上，他说如果他教授一门商业课程，“在期末考试上，我会选一家网络公司问学生这家公司值多少钱，回答我的人将会考试不及格”。

巴菲特从未见过一个股票经纪人在发布公司的报表时能以经理向一位股

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

东汇报时所用的那种方式来谈论一家公司，而且巴菲特觉得这样的报表也不值得去读。他讲述了一个故事，据他说这个故事使他想起了华尔街。一个渔夫走进一家运动器材商店，售货员向他提供了一套极好的钓鲈鱼的诱饵：着了色的眼睛，6个鱼钩，人造小虫。渔夫疑惑地问售货员："鱼真的会喜欢这玩意儿吗？"售货员冷冷地答道："我又不向鱼卖这玩意儿。"

股票期权

当企业被管理层控制，而管理层又不是高度谨慎，那么他们通常会在公司普通股业绩的基础上获得大量的认股计划。但巴菲特说，即使企业高管做得不是很出色，公司股票价格也会上涨。他强调在伯克希尔-哈撒韦公司中，一些高管每年的业绩奖金高达200万美元，但奖金是根据他们各自部门的表现而不是由母公司股票的业绩来决定的。

他说，还有其他一些奖励管理人员的不公平的股票认购技术方法：

1. 在一家管理层贡献不大的中型企业中，通过利润的简单复合，股票的价值也会逐年增长，尽管管理层所做的工作很少，他们还是可以获得不菲的回报。

2. 人们常说如果给一个管理人员股票认购权，他就会和其他股东在同一条船上了。然而，实际上，股东们要承担所有的风险，而认股权持有者只需要分享利润就可以了……真是不公平的交易！

可口可乐公司

在1985年收购了大都会公司和美国广播公司（ABC）后，巴菲特连续3年没有大规模购买任何股票。但是在1989年3月15日，伯克希尔公司宣布它已经拥有可口可乐公司6.3%的股票，从而成为它最大的股东。公司为此只支付了10亿多美元，平均每股10.96美元。后来，公司所持股份增长至7.8%。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也许当巴菲特在1985年的年度报表中提到他正从百事可乐转向樱桃可乐时，他其实是给出了一个模糊的信号。当可口可乐产品的质量明显成为关键因素时——在世界上五大碳酸饮料中它排名第四——巴菲特同样也热衷于关注品牌力量和持续的海外市场拓展。这要比传统制造业更加容易，因为可口可乐浓缩液可以不需扩大装瓶规模就被出口至海外。这是典型的巴菲特公司所具有的特征：简单，易懂，非高科技。它体现了巴菲特的座右铭："坚持做你懂得的行当。"可口可乐很便宜，他坚持每天都喝。每喝一瓶或者一罐都会给公司带来一分利润。在全世界，可口可乐是美国的标志。（戴高乐总统曾经抨击过所谓的"可口可乐殖民化"。）"从本质上来说，这是世界上最好的大公司，"巴菲特说，"它受到普遍的喜爱——几乎所有国家每年的人均消费量都在增长。"在温带地区，饮料的平均日消费量为64盎司，在美国，其中差不多一半都是由软饮料构成的，而可口可乐就占到了40%的市场份额。作为饮料的组成部分，软饮料的消费似乎一直在上升。他说，即使用1 000亿美元也削减不了可口可乐在世界软饮料圈子中龙头老大的地位。

与巴菲特的其他大的并购案对比，如政府雇员保险公司和《华盛顿邮报》不同，可口可乐公司股价起初并不是很便宜。在1988年底，它的售价是1989年预期利润的13倍，高于市场价格15%。远期前景似乎是最吸引人的一点。巴菲特同所有人一样，都对当时可口可乐公司的CEO郭思达（Roberto C. Goizueta）印象深刻。他用多余的现金流回购已发行的股份，并建立了一个根据管理人员的资本回报率来评定他们级别的管理系统，正如巴菲特所推荐的那样。

最后的结果证明，巴菲特并没有等待太久。短短3年后，他的股票已经价值37.5亿美元，几乎相当于整个伯克希尔公司曾经的总价值。到了1999年中期，它的价值达到了134亿美元，是他支付的价格的10倍。市场认同了他之前发现的价值，即品牌的地位——企业的信誉——是独一无二的。

在购买可口可乐公司时，巴菲特从传统的格雷厄姆的"烟蒂"投资理论转变成以合理的价格增长的技术。他最近说，在收购可口可乐公司之前，他闭上双眼，试着描绘它10年之后将会成为的样子。一个绝妙的主意……但不是格雷厄姆的。当他的投资风格从格雷厄姆的"烟蒂"式抄底——价值投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

演化为购买有大幅增长潜力的股票后，巴菲特开始忽略它们的界线，认为两种技术都是分析预期的未来现金流的现实价值。当然，部分说法的确是事实，尽管它们也被合理化了。然而，三十年河东，三十年河西，格雷厄姆改变了策略，因为他希望获得足够的硬资产和现金，以便为自己的将来或是破产以后提供足够的资金。

所罗门纠纷

1987 年，巴菲特接到一个电话，是他的朋友约翰·古特弗罗因德打来的，他是所罗门兄弟公司的总裁。约翰·古特弗罗因德告诉巴菲特，露华浓的总裁罗纳德·佩雷曼正在考虑收购奥本海默家族在所罗门公司的大量股份。他的这一举动是在布鲁斯·沃瑟斯坦的建议下做出的，后者很有可能正在谋取约翰·古特弗罗因德的职位：这对约翰·古特弗罗因德来说是一个令人不安的消息。9 月 28 日，巴菲特同意在一只特殊发行的9%的优先股上投资7 亿美元，它日后可以转化为普通股。用这笔钱，所罗门就可以买回奥本海默家族所持有的股票。极不寻常的是，因为巴菲特购买了这 9% 的优先股和他所享有的优先地位，再加上优先股的可转换性，约翰·古特弗罗因德提供给巴菲特的条件要比给其他股东优厚得多。一些不友善的评论暗示约翰·古特弗罗因德实际上正在拿股东们的几百亿美元支付给巴菲特，好跟他签署一份终身雇用的合同。公平的安排应该是巴菲特直接买下奥本海默的普通股。

1991 年 8 月 9 日，所罗门公司披露它在竞购几只拍卖会上的国债的行为中发现了违规操作。它试图用高价竞拍的方式垄断中期国债市场——包括代表不知情的客户竞拍。这一丑闻不久就延及约翰·古特弗罗因德和其他公司高层，他们在事情发生好几个月后都没有按照要求向财政部披露信息，只有当最后调查迫近时才这么做了。

巴菲特不得已成了公司的临时董事长。他强迫约翰·古特弗罗因德和其他两名高级管理人员辞了职，解雇了两个证券交易员，任命所罗门公司在日本分公司的总裁德里克·莫恩来接替总裁职务。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

考虑到所罗门的管理层未能及时汇报违规情况，财政部决定禁止所罗门公司今后参加短期国债的竞标。这一决定将会导致公司倒闭。但在巴菲特向财政部上诉后，这一决议被保留执行。

巴菲特从1991年将用于分红的资金削减了1.1亿美元，并出售了约400亿美元的所罗门有价证券以削减其市场态势。

最后，所罗门被处以2.2亿美元罚款，这个惩罚来得十分沉重。在1993年11月至1994年5月间，巴菲特购入了更多所罗门的股票。1997年12月24日，旅行者集团（Travelers Group）用90亿美元收购了所罗门。这样，他的投资终于获得了回报，但却付出了沉重的代价。

所罗门给约翰·古特弗罗因德开出了不菲的解雇金，并使他免于被起诉。约翰·古特弗罗因德对此却并不感到满足，他要求仲裁。然而，一场仲裁程序下来后，约翰·古特弗罗因德非但没能如愿以偿，反而彻底失去了解雇金，免于被起诉的权利也被撤销。自此，各种花销极其高昂的诉讼接踵而至。

以下是迈克尔·刘易斯在《新共和》（*New Republic*）卷首页撰文对这一交易的总结（该文存在一些与事实不符之处）：

> 只用了7亿美元以及一个给约翰·古特弗罗因德的工作保证，巴菲特就获得了一份集股票和债券于一体的回报丰厚的有价证券。这不但能确保他获得每年高达9%的回报，使他成为所罗门兄弟公司的控股人，而且使他享有了与普通股东平等的获得巨额回报的机会（同时不必冒任何风险）。如果放到公开市场上去拍卖，他的7亿美元可转换优先股的价值将在8.5亿美元到12亿美元之间。由于他的廉价认购等于稀释了已有股份的价值，他的暴利其实是来自持股人的腰包。

近期投资

随着市场日趋复苏，巴菲特先后收购了吉列、美国航空（USAir）以及冠

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

军国际（Champion International）。这三家公司此前就已被列在巴菲特的接管名单上。在每一个收购案例中，管理层都给巴菲特提供了新的可转换优先股。照例，他也会获得固定的9%的股息，并且，当股份增加时，他还享有将其转换为普通股的权利。然而，伯克希尔决定10年内不再出售任何公司股权。商业媒体的舆论也很关键。比如，《华尔街日报》评论道："巴菲特正在以非常手段'绑架'公司管理层。"

巴菲特对吉列的6亿美元投资与收购可口可乐颇为类似，因为吉列也只有唯一的主打产品，并且经营得很成功，它还有着庞大的、日渐扩张的海外业务。（后来，吉列收购了金霸王这个现在占到吉列利润1/4的品牌。）吉列历史悠久，创办于1901年，其董事长科尔曼·默克勒非常受人尊敬。他毕业于哈佛商学院，从1975年开始就一直担任吉列的领导者。自从吉列1990年4月推出新型智能传感刀片以来，其股价开始急剧上扬。1991年1月，伯克希尔公司将其20%的股本转换成该公司的股份。经过股权的2∶1分割，伯克希尔持有了2 400万股，价值15亿美元。到1999年中期，这个数字达到了46亿美元。

比较而言，巴菲特对美国航空与冠军国际的收购行动则令人不解。这两家公司都不好对付，它们都属于资本密集型企业。对于美国航空来说，劳动力成本、商业竞争、航空事故等都是潜在的问题。伯克希尔在美国航空与皮德蒙特合并两天后对其进行了3.58亿美元的投资。第二年，全美12家航空公司中有6家申请了破产保护。即便在这种情形下，巴菲特如果赌输了的话，他仍会有9%的获利；而如果他赌赢了的话，他将取得一家极具实力的航空公司的控股权。然而，在巴菲特收购美国航空公司一年后，该公司亏损了近5亿美元，公司的股价也直线下跌。巴菲特自己也认为收购美国航空的决定是"错误的"。

1989年12月，伯克希尔斥资3亿美元收购了纸业公司冠军集团。当年，尽管该公司经营惨淡，其首席执行官安德鲁·西格勒却给自己定下120多万美元的薪酬，外加股票期权。多年来，该集团继续实施巨额资本投资战略，但利润回报却十分平平。

巴菲特1990年购买旧金山富国银行股票的决定则明智得多。他所选择的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一家始于1852年的企业，不但历史悠久，而且享有十分成功的商业形象。1990年对银行业来说是极其糟糕的一年，当时银行的市盈率已经降到了3.7，但巴菲特似乎仍然近乎疯狂地购买。事实上，该银行自诞生以来每一年都是盈利的，哪怕是在大萧条时期。它在蒸蒸日上的加州经济和太平洋沿岸经济中也占据着重要的一席之地。

巴菲特按账面价值购买了股票，当时的价格是每股58美元，这一价格达到了收益的5倍。即便如此，与近期每股84美元的新高相比，当时的购买价还算是比较低的。巴菲特斥资2.89亿美元购买了500万股（约占普通股的10%）。

富国银行的经营者是巴菲特的朋友卡尔·莱察特。莱察特是个成本控制专家。在较早的一段艰难时期内，他曾卖掉了公司的飞机并冻结了高管的薪酬。他还较早地意识到了第三世界国家坏账的问题，在全美的大银行里，他对外国贷款的发放率是最低的。当他得知一位高管想为办公室买一株圣诞树的时候，他要求该高管自掏腰包。伯克希尔的副总裁查理·芒格在1991年的企业年会上如是说："当我们得知这件事情后，我们购买了他们更多的股票。"

作为一家主要的房地产贷款银行，人们认为富国银行将遭受到西海岸过度开发造成的不良后果的影响。事实上，这正是1990年初短短几个月里富国银行股价暴跌将近一半的主要原因。然而，巴菲特相信长远来看房地产股一定会反弹。

在巴菲特购买富国银行一年后，其股价上涨了25%。1992年，巴菲特继续以每股66美元到69美元之间的价格追加购买。1月19日，富国银行公布的年报表明其业绩超出预期，这使得其股价上升到99美元。房地产市场果然出现了他所预测的反弹。截止到1997年12月，巴菲特持有的6 690 218股总市值为22.7亿美元。

1998年，伯克希尔的威斯科公司取得了房地美公司的多数股权。该公司有着稳固的经营记录、较低的市盈率，在美国人的生活中占有核心地位。房地美帮助美国人实现买房梦想，其唯一的直接竞争对手是房利美（Fannie Mae）。然而，就在巴菲特刚刚购买它之后，房地美的股票立即下跌了2/3。随着情况的好转，巴菲特继续增持其股票。截至1999年，房地美的股票差不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多涨了20倍。

1998年2月3日，巴菲特又一次成为媒体的新闻头条。他宣布自己已经积累了1.297亿盎司白银，相当于全世界总储备的1/5，甚至超过了亨特兄弟在1980年时持有的数量。他从1997年7月起开始以每盎司4.22美元的价格购买白银。到1998年2月的第一个星期，白银的价格上升到了10年间的最高点：每盎司7.20美元。这使得巴菲特持有的白银价值升至9亿美元。当月，他售出了持有量的30%。伦敦的金银市场无法处理如此大的交易量，不得不将5天的交货规则临时延长至15天，一个月之后才恢复了正常的交易秩序。在解释他的这次购买举措时，巴菲特指出，近年来珠宝行业与摄影行业对白银的需求量已经超出了白银开采与流通的供应量。

同期，巴菲特还斥资20亿美元，购买了票面价值总计达100亿美元的20~30年期零息债券，之后均获利颇丰。

1998年，伯克希尔用7.3亿美元收购了私人飞机部分所有权市场的执行飞机运输公司。

“超级猫”

多年来，伯克希尔利用其雄厚的净资本实力为企业保单提供应对特大灾难的再保险服务。伯克希尔将这些特大灾难称为“超级猫”。1985年中期，伯克希尔为其商业客户提供了保费在100万美元以上、覆盖所有险种的保单。为了避免持久不决的协商，潜在的客户必须明确提出自己的要求。伯克希尔将对任何它认为不符合条件的申请实行一票否决。这一新业务创造了1亿美元的净保费收入。1996年11月，巴菲特同意向加州州营的保险机构提供15亿美元的再保险，帮助其应对2001年3月31日前加州遭受大地震的风险。伯克希尔连续4年从保费中获得每年1.6亿美元的收入，即总计6.4亿美元。精算师分析该公司赌输的可能性是20:1，因此这真是一笔相当划算的生意。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通用再保险

1998年6月19日，伯克希尔－哈撒韦以股份认购的形式收购了通用再保险（General Re）。这是一家全球再保险与相关风险管理的控股公司，该公司下辖通用再保险公司（General Reinsurance Corporation）和国民再保险公司（National Reinsurance Corporation）。后者是美国最大的专业财产再保险集团，并且控股另一家大型国际再保险公司。此次收购的交易成本达到了220亿美元，却催生了一个560亿美元的企业。通用再保险公司还向伯克希尔上交了200亿美元低成本或无成本的资金——客户已经支付但尚未用作赔付的资金。此外，由于巴菲特要求通用再保险公司在合并之前出售其股本，通用再保险公司还降低了其股份组合中伯克希尔持有的比例，使其不产生资本利得税。

在一次新闻发布会中，巴菲特对其举措作出如下解释：

> 首先，该交易使得通用再保险公司摆脱了曾经迫使其放弃大量业务的盈利波动……作为伯克希尔的一部分，它将不再面临这种压力，这将不仅增强通用再保险公司的长期盈利能力，并且扩大其业务规模。
>
> 其次，通用再保险公司拥有了巨大的商机去开拓全球再保险特许经营业务。作为伯克希尔的一部分，它将如愿以偿地将其投资迅速转化为国际业务……
>
> 最后，伯克希尔下属的保险公司不用担心资本充足的问题。因此，它们可以一如既往地实施最佳的资本战略，不必担心市场急剧下挫给公司资本带来的影响。从一定周期来看，这种灵活的做法对伯克希尔旗下的保险公司是极其有利的。

由于一定程度上伯克希尔的所有资本都在支持通用再保险公司，它的首席执行官成了巴菲特每天的谈话对象。

政府雇员保险公司与现在的通用再保险公司这两桩交易改变了伯克希尔

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的面貌，使它从一个资本收益负债巨大的控股公司转变为一个保险运营公司。通用再保险公司由于参与了 Unicover 公司的工人赔偿而损失了 2.75 亿美元。在这次事件中，通用再保险麾下的科隆再保险公司与另两家公司接受了 7 亿美元保费。

继任者

2000 年，沃伦·巴菲特已经 69 岁了。如果有朝一日他不再经营伯克希尔，那将会是怎样的情形？很长一段时间里，他的继任者被认为是芒格。他的这位脾气不太好的同事自从 1959 年以来就一直是他的最佳搭档。正是因为他，巴菲特才将自己的注意力从“寻找便宜货”转向了购买成长型的公司。然而芒格在 2000 年的时候就已经 76 岁了。并且，作为亿万富翁，他已经渐渐淡出了自己的事业。据巴菲特称，就连收购通用再保险公司这样改变伯克希尔命运的重大行动，他都没有咨询过芒格。所以，人们又想到了另一个名字：路易斯·辛普森，现任伯克希尔旗下的总部设在华盛顿特区的汽车保险公司——政府雇员保险公司总裁。辛普森表现出了卓越的选股能力。从 1980 年履任直至 1996 年，政府雇员保险公司的年均投资回报率达到了 24.66%，而伯克希尔为 26.77%，标准普尔 500 指数为 17.25%。但巴菲特本人曾经暗示他将分立继任者，比如，一个负责运营，另一个负责投资。

巴菲特已经跻身金融界名流之列，一年一度的股东大会盛况无限、极尽奢华。他通常只作十分简短的发言后就接受提问，而提问可以持续 3 个小时之长。会议的阵容一年比一年壮大，以至于现在的会场改成了体育场。巴菲特形容这种会议为“一个资本家版的伍德斯托克音乐节”，而展示的作品则是伯克希尔控制下的众多公司。这种排场其实是有违公司年报精神的，巴菲特对年报中透露的俭朴气息一直引以为傲，他甚至俭朴到不允许年报登载照片。各行各业的杰出人士都无法抗拒名利的诱惑，或早或晚，这只是个时间问题。

巴菲特开始同电影明星以及其他社会名流交往甚密。他同他的好友比尔·盖茨一起攀登了中国长城。他还分别在 1991 年和 1993 年美国广播公司

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的肥皂剧《我的孩子们》（*All My Children*）中两度扮演自己的角色。赞扬他的传记书籍开始粉墨登场，有一本关于巴菲特格言的书叫做《沃伦·巴菲特如是说》（*Warren Buffett Speaks*），其中摘录了这样的话："只有当退潮后，你才知道谁在裸泳。"尽管巴菲特的投资手法不应该被生搬硬套，传记中的一些材料还是不乏教益的。有一本书宣扬"焦点投资战略"的书卖得很火暴，其观点就是要像伯克希尔那样持有很少种类的股票。其实呢，这就好比说，因为网球冠军发球的时候力度过人，所以所有运动员都应该尽全力去发球。而事实上，对多数运动员来说，那将意味着发球出界。现在，审慎投资人赞成的一些规则在许多国家都已成为法律，它要求所有的投资委托人分散风险。

芒格的原则

身为一名杰出的投资专家，查理·芒格在一次演讲中总结了一些巴菲特式的投资原则，约翰·邓普顿给了我一份摘要。以下就是其要点（经过细微修改）：

1. 商业世界里的专业化往往能让你懂得绝佳的商业经济学。

2. 级差优势很重要。当杰克·韦尔奇说他在一个行业里要么做到前两名要么出局时，他一点也不疯狂，只是对自己要求严格罢了。太多不合格的首席执行官们并不明白这个道理。一个企业并不是越大越好，因为那样容易导致官僚作风，如同联邦政府或者美国电话电报公司（AT&T）。

3. 技术可以帮你的忙，也可以让你完蛋。唯一的差别就在于客户得到了所有的积蓄，或是部分积蓄进了股东的腰包。

4. 投资者应该清楚自己的优势并发掘它。量力而为不越雷池。记住约翰·特里恩的问题："你怎么打败鲍比·菲舍尔？"回答："除了国际象棋，让他和你比试任何项目。"

5. 赢家只有在稳操胜券时才下大赌注——否则，绝不。那些经过深思熟虑下注的人赌赢的机会大得多。践行这条准则的投资者或投资基金公司十分稀少。所以，观点要清晰；既想找到一家好企业，同时又想捡个大便宜，这是很难办到的事情。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

6. 很大的折扣意味着更大的上扬幅度和安全空间。当一个好企业的股票折扣已经大到了私人购买者能够支付的水平，则买人。

7. 优质企业的股票一定要购买，哪怕把钱花光。沃伦·巴菲特声称，这是他从查理·芒格那里学到的最重要的东西。

8. 低成交量可以减少纳税，从而增加你的回报。两个投资者在30年内获得的年复利率都是15%，如果第一个投资者在30年后支付35%的税负，而第二个每年支付35%的税负，那么第一个投资者的收益将是第二个投资者的2.5倍之多。

慈善事业

巴菲特是个吝啬鬼，放弃金钱对于他是痛苦的，哪怕是给他自己的孩子。然而，1979年他的确成立了巴菲特基金会，并开始从事一些慈善捐助。那一年，巴菲特的净收人达到了1.5亿美元，而基金会的捐赠总价值为38 453美元。到1990年，这个数字增加到230万美元，1997年增加到1 000万美元。

一般来说，一家大公司会对当地的几十家甚至几百家慈善机构进行捐助。少数慈善机构甚至能成为首席执行官们青睐的宠儿。而巴菲特虽然拥有公司几乎一半的所有权，可是他却只向为数不多的几个慈善机构捐赠5%的善款。巴菲特的吝啬由此可见一斑。

他的基金会主要只关心两件事情。一是防止核战争。他向莫斯科和华盛顿的“减少核危机风险中心”捐献了20万美元，这两个地方都装备了传真机和电话机，以便于在危机发生时可以通信。说实在的，两国政府已经有能力保持信息沟通的畅通，正如媒体与公司能做到的一样。

另一件事情就是人口控制。巴菲特基金会在1997年支付的1 000万美元中有超过800万美元被用于计划生育、性教育以及节育等等。1995年至1996年间，基金会斥资200万美元用于“RU－486”堕胎药的研究。然而，全世界的婴儿出生率正在趋于稳定，目前除了印度等国家外，许多国家包括日本、俄罗斯、德国、西班牙以及意大利的人口出生率已经降到了平均一对夫妻生

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

育1.3个孩子的水平。其中，有些国家的人口还将在一代人的时间里减少30%。南美将保持现有人口数，艾滋病将降低非洲的高生育率，而美国的人口只有通过外来移民才能维持稳定。

罗杰·洛温斯坦在《巴菲特传：一个美国资本家的成长》一书中写道：

> 令人吃惊的是巴菲特的两大“事业”都是旨在缓解或防止未来的忧郁之源，如未来战争问题或未来的人口过度膨胀问题。基本上，他所有的资源都没有被用来帮助已经出生的人——那些穷人、病人、城市边缘人、文盲，或者那些为了各种公益事业而募集资金的人们。他只捐钱给堕胎项目和计划生育项目。巴菲特对于此类宏观经济学或者说未来学问题的独到关切使他的慈善活动带有某些与现实脱节、偏离人性的色彩。

小　结

如何评价伯克希尔-哈撒韦公司的股票呢？这是一项极其困难的任务，因为要考虑传统分析家视野之外的诸多因素。多年来，巴菲特本人经常宣称没有料到自己有能力支配日渐庞大的资本，并使其创造出历史性的回报。如果当初他坚持格雷厄姆的方法，他这番话兴许能变成真的。但是，他转向了增长策略——不一定是T·罗·普莱斯的高增长理论。如同上述的，他以保险公司的现金作为杠杆。他掌管的公司可能会扩张到很大的规模，以至于传统的支配手段变得很困难，或者巴菲特可能也会像芒格一样失去掌控。他也可能会认为自己不想永远继续这样的工作。

从高于商业的意义上来看，巴菲特是一场非理性游戏的超理性玩家。想想弹子球游戏的玩家吧，他们月复一月、年复一年地在机器上操作，直到攒够了1万亿分，以此换取更多的免费游戏。巴菲特就是一个狂人（他自己也毫不讳言伟大的成功人士必定是狂人），他痴迷自己的得分。他在慈善方面的投入是微不足道的，他也很少考虑在自己身后这笔巨额基金的用途问题。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不像安德鲁·卡内基那样让全美国都遍布着自己的图书馆。

使自己的财富积累到远远超出能花完的程度，就好像不停地健身，一直强壮到如同大猩猩，或像一匹马，最终成了一头大象。客观地说，那样对一个人没什么好处。若论“生活品质”，或者从文化或哲学的角度来看，巴菲特是无足称道的。正像他自己说的那样，他并不过得比别人好，他只是在旅行上比别人优越而已——他是坐专机旅行的，虽然不是为了享受旅行，而只是奔走于世界各地，处理企业事务而已。

而现在，巴菲特的生活多了新的内容。他成了偶像，每年会在奥马哈为他的追随者们举行“伍德斯托克音乐节”般的股东大会。一个人在仰慕者的欢呼雀跃下是会变得得意忘形的。这些长途跋涉来到奥马哈的人无疑都是巴菲特的粉丝。（那些懊悔将可口可乐卖给伯克希尔的人则没有举行他们的集会。）但是，冷静的实干家常常会超越追名逐利者，打理自己的公众形象会占用本该用于别处的时间和精力。

尽管现实中他是一个永不懈怠的敛财者，但巴菲特很好地保持了他随和的个性。（他最近的一个访客爆料说看见巴菲特在咬自己的指甲。）与巴菲特形成鲜明对比的是比尔·盖茨。盖茨虽然不遗余力地回报社会，但也因笨拙的举止而受人诟病。

值得强调的重要一点是，按照商业标准来衡量，巴菲特是一个讲道德的人。《华尔街日报》报道他在吉列、美国航空与冠军国际的交易中采用“绑架”这样一个说法不能令人振奋鼓舞，但它却是合法的。对所罗门的投资是可憎的，因为它利用了已有的持股人并引发了他们的诉讼，但它却是合法的。而且，在完全属于他的伯克希尔附属公司中工作的人们也似乎心满意足。他们仍旧做着以前喜欢做的工作（除了约翰·古特弗罗因德外），拿着稳定丰厚的报酬。

同其他公众人物比起来，巴菲特处于什么样的位置呢？本质上说，他成功地将一大笔钱从不如他老到的投资人口袋转移到了他以及他的追随者的口袋里。而他口袋里的那部分钱有一天会转移到同他疏远的妻子口袋里，然后她再将其交由信托机构管理。整个这样一个过程有任何意义吗？这不是巴菲特所关心的。他只是在积攒着天文数字般的分数（就像玩弹子球游戏一样），而不是在建造什么圣城耶路撒冷。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

展　望

20 年前，巴菲特用不容辩驳的语气告诉《福布斯》杂志："以股票现有的售价，从长远来看，它比债券的回报要高得多。"的确如此！从那以后，一直到 1999 年 11 月，标准普尔 500 指数每年回报率为 17.2%，与之相比，债券回报率约为 9.79%。

但最近，巴菲特连连发出严肃警告。他说，股市会让炒股经历少于 5 年的投资者大失所望的；最新的调查显示，初涉股市的投资者预计以后 10 年内投资股票每年回报率会高达 23%，而经验异常丰富的投资者则出言谨慎，估计投资的回报率仅为 13%。

那么信息时代的公司怎么样呢？巴菲特把这些公司和汽车、飞机制造商作了一番比较。早期的上百家汽车公司现在只有 3 家还存活，所有的飞机制造商一直到 1992 年才开始为投资者盈利。鉴于此，巴菲特说，尽管互联网可能改变整个世界，但这些公司股价被严重高估了。对投资者来说，找那些有保障的个体公司才是正道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第三章】

约翰·邓普顿：寻求多样市场



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大萧条开始时，约翰·邓普顿还是耶鲁大学二年级的学生。他父亲告诉他已经没有钱支付他的学费了。因此，邓普顿只得凭借奖学金，半工半读地完成了大学学业。之后他赢得了罗德奖学金，去牛津大学学习了两年，这期间他利用假期游历了整个欧洲。他后来回到家乡田纳西州，然后又北上纽约，先在美林当起了培训生，之后，又供职于一家地震勘探公司。

“二战”开始时，邓普顿确信股票价格10年的低迷已经到头，百废待兴；尤其是那些“灰姑娘”式的股票，因为之前没人看好，更可能涨势喜人。所以某日他打电话给股票经纪人，让他买进所有市价低于1美元的股票，每只股买一手。他用大约1万美元买进了104只股，4年后他全盘卖出时的价格为4万美元，这笔数目在今天相当于100万美元。

投资格言：战争来临，切勿卖股。战争会让货币贬值，但却让商品升值，也包括这些商品的股票。

这笔大获成功的交易为邓普顿之后的投资模式奠定了基础。他坚持只买进别人抛售的股票。而且他持有股票的平均时间为4年，这么长时间内便宜货通常都会被发掘，盈利和市盈率都涨了，我称之为“双涨”。（当然，这样你就错过了成长型股票高峰期的10年或20年的一轮涨势，而这是大多数投资者在股市赢利的最大希望。）

邓普顿拿着这笔钱买下了一家小型投资咨询公司，他努力将公司发展到

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

中型规模，然后将公司卖给了皮德蒙特管理公司，最后只剩下一个皮德蒙特不愿收购的小型加拿大基金公司。

年届 56 岁，约翰·邓普顿又一切从头开始。首先，他决心再也不让自己太忙了，之前他忙得都没有时间思考投资，也没有时间体悟整个大千世界，尤其无法专心于思考宗教。于是，他搬到了巴哈马首都拿骚，在莱福德岛（Lyford Cay）俱乐部建了一幢南部风格的“白宫”，房子外墙四面都是圆柱。就在那儿，邓普顿整理了他的证券文件，并且开始关注如何管理他没卖出去的小型基金，他自己和一些老客户拥有该基金的大部分股权。这个基金之后多年的记录证明了约翰·邓普顿是当之无愧的投资大师。到 1978 年 12 月 31 日为止的 20 年里，投资该基金 1 000 美元，加上配送股再投资，之后升值到了 2 万美元；这是当时所有基金中表现最好的。那时候，我因为看到邓普顿的名字年年出现在业绩报表上，忍不住从纽约给他打了个电话，之后又去拿骚亲自拜访。

邓普顿成长基金因为规模小，享有比其资金规模大上百倍的大基金没有的灵活性优势。向小公司股票投资 10 万美元，如果股价翻番，对基金的表现影响甚大。同样，从他管理基金的规模来考虑，邓普顿可以在他感觉不稳当的时候随时卖出套现，而这对大基金来说基本不可能。他有时能利用到储备金的 50%，但仍然说自己辨别市场顶峰和低谷的能力不够，这也是很多顶级选股专家们共有的特性。

邓普顿的投资选择横跨多个海外市场。他在日本和加拿大市场和在国内市场上一样如鱼得水，并且对其他很多国家的市场也了如指掌。

邓普顿选股最重要的一点应该是他从不迷信著名的大型公司，尽管信托公司把它们称为“高质量”投资。在市场已站稳脚跟的小型专业公司，利润丰厚，股票市盈率低；如果能确定这些信息都准确的话，投资这样的企业要比投资大公司的风险小得多，因为大公司规模庞大、表现平庸、受强大工会和行业标准的限制，且人所共知，股价高得惊人。所以邓普顿就会选择十几只小公司股票，他的客户可能听都没听过那些股票的名字，而他总准备好买下所有出售的这类股票。而大型基金经理通常要避开小公司，因为他们担心无法在很短时间内足够了解这些公司，当然担忧也是情有可原的。如果他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

每天处理的都是大笔业务，费尽心力了解这些小公司划不来。

另外，有意愿在很多国家投资就势必意味着愿意买进“初级”股票。通常是美国以外的那些小型、便宜但成长迅速的公司股票。比如，西夫韦公司（Safeway）股价约为收益的8倍，之后增长率有望达到15%；而此时日本管理最完善的第二大超市连锁公司伊藤洋华堂（Ito Yokado）股价为收益的10倍，增长率超过30%。邓普顿发觉，在日本，超市作为联系生产商和消费者的直接纽带，仍然处于发展初期，还需要发展几十年才能达到像美国一样的普遍程度。

另一个例子是房地产业。邓普顿认为这是个总有利可图的领域，尤其是在通货膨胀期。在考察了日本和英国广受投资者青睐的房地产业公司后，他发现加拿大市场要比前两个市场拥有更多物美价廉的股票。邓普顿一决定投资加拿大房地产业，就选出了好几个美国投资者——甚至是专业人士都没听过的公司：阿贝格兰地产（Abbey Glen Property）、道恩开发（Daon Development）、S. B. 麦克劳林联合（S. B. McLaughlin Associates），还有努西开发（Nu－West Development），买进的价格都在每股现金流的2～4倍之间；还有阿拉克公司（Allarco），是以5倍现金流买进的（他当时认为该股股价会涨3倍）。愿意投资小公司也就意味着股票持仓保证了很大的多样性。邓普顿基金当时的投资组合里包括200多种不同的股票。

然而，放眼国际、规模小、投资二线公司带来的多样性等优势都不过是为邓普顿基金的上佳表现搭了台，好戏还等着上演。

那么，邓普顿的投资技巧是什么呢？他是如何操作的呢？

灵活性

邓普顿的基本理念可以用一句话概括：在多个市场寻找股价与其真实价值比率最小的股票。

邓普顿可不仅仅满足于买进便宜货，还必须是最好的便宜货。当然，很多看上去是便宜货的，事实上根本不是。因此，他只要发现一个就会反复研

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

究，直到确信股票价值是真实的才动手买进。尽管如此，邓普顿还是坦白承认他经常犯错误。这些错误无可避免；但因为他的投资组合非常多样，所以这些损失也是非常有限的。

最好的便宜货通常是被人完全忽视掉的，或是其他投资者都没有研究过的。这当然就解释了为什么邓普顿的投资组合里会有那么多陌生的股票。他脸上带着平时常有的温和的微笑，对我说："你再看看，我保准你知道的股票不超过1/3。"我的表现比他期待的要稍微好一点点；但即使是我熟悉的一些股票，它们之所以列在组合清单上的原因我却一时想不出来。

所有股票在某个时候都可能成为便宜货，只要你能够找出并正确评估那些前景看好但暂时又被忽略的因素。要找到这些因素就需要戴和别人不同的"眼镜"，因为他们对眼前能看到的可能并不满意。邓普顿认为，相比较其他，投资者具备认清陌生股票价值的能力是最重要的。他称之为灵活性。这一点是专业投资者最需要的。这点在将来会越来越凸显。

邓普顿总是非常关注他所投资的国家里直接或者间接的政府介入的趋势；这不仅包括完全的接管，还有价格控制和其他一些约束企业发展、打击投资者积极性的限制性措施。要不断问自己，这个公司所在的行业会不会直接成为政府监管的对象。答案得在全球范围内找。比方说，几乎在所有国家银行都是政府介入的当然目标，矿业公司也是如此。

邓普顿以女士帽业为例说明其是完全不受监管的行业。我回应说，这么多年里，罗马人一直想通过规范性立法来控制女性服饰业的过度发展，但总体来说收效甚微。邓普顿听了我的话乐了，说丹碧丝（女性卫生棉生产商）也不会是被监管对象。我们很难想象泰迪·肯尼迪会在参议院痛陈服装业奸商的恶劣行径，说道："我手里拎着的是……"（当然像丹碧丝这种产品在英国曾经还试图对其进行价格管制。）

邓普顿又提到了约斯登公司（Josten's，Inc.），说这家公司应该不是被监管的对象。约斯登是美国一家主要制作高中毕业班级纪念戒指的公司，在制作学历文凭、帽子、学位服和毕业留念册的市场上占有很大优势，且几十年来收益一直稳定上涨。邓普顿还指出，酒店房间价格相比较住宅租金，受到的监管要小很多。我也提出，报业连锁也是不受监管的，有些报业公司还是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

赚钱机器、垄断的典型。出版界自由啊！

另外一个总是存在的问题是通货膨胀。公司必须妥善应对通货膨胀才能有很好的投资价值。广告公司就能做到这点，邓普顿说，广告公司的收入来源于其顾客总广告花费的一部分，因此，如果广告费用上涨了，他们的收入也就相应上涨。他认为，最后大多数国家都应该转而实行通货膨胀会计准则，这样就能看出一家公司的实际表现，而不是透过美元价值来看；在那样的情况下，债台高筑的公司，其收益至少会翻番，因为他们支付给债券持有人的货币正在贬值。

然而，相反的是，债务繁重的房地产公司在通货膨胀期是非常好的投机机会。这些公司——除了在英国和日本——完全不受关注，甚至是让人避之不及的。

邓普顿看好的另一个对冲通货膨胀的行业是购物中心。通常，开发商和业主在租约签署时就考虑到了通货膨胀的因素，因此，要根据与营业额相关的公式相应提高付款额。如果超市的营业额上升了，那其要付给业主的租金也会上调。

尽管邓普顿也涉足风险资本投资，他在这方面的经历却不尽如人意。他花太多时间研究新的投资机会，但这些机会占其投资组合比例太小，时间花得不值。一个尤其令人困扰的例子就是投资者海外服务基金集团（Investors Overseas Services），伯纳德·科恩费尔德是这个基金管理公司的创始人，这个公司从事的大部分活动都是骗局。

洞察力

听着邓普顿强调要看清被公众忽略的真实价值，我想到了海明威的建议。他说，在写到高潮场景时，作家的关注点应该从主要事件中移开，应该注意观察陶醉于情感之中而不自知的观众人群。西奥多·雷克也说到用“第三只耳朵”聆听的重要性：在病人以自我为中心的喋喋不休背后有一条完全不同却非常简单的主线——那就是真正要传达的信息，是当时情境下最本质的真

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相，说话人自己并没有意识到，这就是为什么诊疗师应该一直聆听。但投资者如何能跳脱出那些永无终结的“消息”和意见，如何不受大众时而高涨时而消退的热情影响呢？

一个答案是：经验。如果30年了，每次跟风都撞个头破血流，再头脑发热的投资者也知道要和大众的热情以及不顾一切的冒险保持距离。

但是邓普顿的做法却很高明，让他能自如地保持洞察力。他那宽敞、气派且带门廊的“白宫”坐落在小山头上，俯瞰着莱福德岛的田野，从这儿到喧嚣吵闹的股票交易所的距离恐怕在心理上得用光年来计算。这所房子本身，及其内部陈设都在默默地压制这过度兴奋和头脑发热的行为。

而看邓普顿本人，瘦高、打扮整洁，就算在那么暖和的天气里，仍然讲究地穿着灰白色的长裤，带条纹的柠檬色外套，系着简约的条纹领带；看到这个人，人们马上会意识到，他绝对不会被那些转瞬即逝的狂热情绪所左右。当他驾着蓝色的劳斯莱斯，缓缓从住处驶向俱乐部，和一位加拿大银行家共进一顿清淡的午餐时，他会满脑子疯狂想着要在一周之内完成某笔投机交易吗？应该不会。

邓普顿会风风火火地打电话，从股票经纪人那儿获取最新的八卦和消息，听他们讲流传于交易所的笑话吗？基本不会。股票经纪人会为他整理好他们认为有用的信息，写成文本寄过来。他们从不打电话。整个周遭的环境都有助于邓普顿冷静地处理工作。

从金融的角度看，莱福德岛俱乐部就像漂浮于空中。俱乐部成员来自五湖四海，整个基调更偏向英国式，而不是美国风格。在那儿，人们不会像明尼阿波利斯的经理一样，不自觉地就跳到了美国股市的思维方式；也不会像汉堡的经理那样，自动跳到欧洲股市的思维模式。在拿骚看投资圈，就如同坐在有透明底的船上看珊瑚礁：你悠然地漂浮而过，研究自己感兴趣的，但不会停泊在某个特定的地方。邓普顿远离世事，就可以静心思考，对他要投资的各个国家会带来什么样的风险和回报有更明智的判断。

住在莱福德岛的另一个意想不到的优势是，邓普顿可以获得很多一手信息。纽约的基金经理势必会和其他经理与股票经纪人有很多接触和联系，这些人自己信息有限，且总是向人兜售股票。但是莱福德岛的住户很多是来自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

世界各地的成功实业家或是金融家和他们的客户，也只有这些人才负担得起那儿的消费。他们都是到岛上休闲度假晒太阳的。在那么心旷神怡的氛围里，人们很容易交换意见，不像在办公室的会见，大家都要赶时间。

有投资机会的国家

邓普顿是如何甄别哪些国家有投资机会，哪些又没有呢？

很明显，如果某个国家提供的条件使得投资困难或不可能投资，那当然要避开。

多年以来，邓普顿一直偏爱日本。反观其基金历史，最突出的特点除了对小型的“特殊公司”感兴趣外，就是其基金在日本投资的集中度了；1970年最高峰时，他在日本的投资比例占到60%，但后来比例大幅下降。

1962年，邓普顿刚刚对日本产生兴趣时，主要公司股票的卖价也只有真实收益的两到三倍，有很多隐性资产收益都没有体现在资产负债表上。欧美投资者根本无法相信自己看到的，所以每年都还一直有便宜货：有家制药公司年增长率为30%，但市盈率只有美国公司的大约1/3。

到20世纪80年代，日本的增长率也开始放缓，但对投资者来说更重要的是，人们都意识到了股票的价值，所以再也买不到那么低价的股票了。

邓普顿说他20世纪60年代第一次在日本投资时，日本的投资者也偏好大公司，因为名字耳熟能详，所以即使那些公司处于困境了，就像美国的通用汽车和美国石膏公司（US Gypsum）一样，投资者也愿意为大公司支付比蓬勃发展的专业型成长公司更高的股价。日本投资者也更看重半年期的收益前景，而不是关注6年的前景。但后来情况大逆转，小型公司股价要比行业巨头价格高。

除了日本、美国和加拿大，邓普顿认为适合投资的国家和地区有：德国、瑞士、北欧诸国、西班牙、澳大利亚、新西兰，还有中国香港、新加坡和韩国。他觉得巴西也有很大的潜力。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资技巧

除日本以外的国外证券业，邓普顿对其消息灵通。但因为很多真实情况都不可能通过公开渠道获得，他就依靠行业内的传言，内部人士提点，还有一些是银行家不小心透露的信息。“我仔细观察他们一段时间，看他们有什么想法。”邓普顿跟我说。

职业生涯刚开始时，邓普顿亲自造访了上百家公司，考察工厂并作出评价。但近几年，他觉得这么做没什么必要。他有一整套标准问题提给管理层。“公司有长期计划吗?”“以后的年平均增长率估计是多少?”；如果目标增长率比过去增长率要高，就问，“为什么以后的发展和之前不同？公司面临的问题是什么?”再然后，是关键问题，“谁是公司最强大的竞争对手?”“为什么?”

最后，邓普顿认为非常有启发性的问题是：“如果你无法持有贵公司的股权，你会投资给哪家竞争对手，为什么?”

在作股票分析时，你很快就会发现，单单与一个公司联系能给你很多信息，但也会误导你。很明显，管理层会为自己大唱赞歌。如果在很长一段时间内参观某个行业内的多家公司，那么最后你对整个行业都会有很清晰的概念。你会知道哪些信息是可靠的，哪些管理层实现了既定目标，而哪些公司高管喜欢夸大其词。另外值得一提的是，和公司的主要竞争对手或是主要供应商聊哪怕几分钟也会大有裨益。这些消息人士尽管不能透露本公司的内部信息，但会如实告诉你竞争对手的情况。如果他们真的泄露了本公司信息，你要是再用这些信息也会受到惩罚。当然，他们通常谈起别的公司时也相对客观公平。

邓普顿也广泛利用二手资源，他认为数据比第一印象更重要。他最重要的信息来源应该是《价值线投资调查》(*The Value Line Investment Survey*) 上的全景式的公司基本信息（而不是不成熟的意见)。通过仔细研究15年左右的公司销售额、利润率、折旧率、运营资本及其他因素，投资者可以大致完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了解企业生存最基本的情况。

邓普顿还发现《华尔街手稿》很有帮助，刊物每周都登出关于某些公司几十位经纪人所写的报告。为了存放他之前的文件档案，邓普顿在莱福德岛俱乐部大门外的一个小型购物中心里专门租了一个办公室，以前还有个档案管理员。后来他发现从手稿的目录里查询不同的公司，他的问题基本就可以得到解答。

邓普顿广泛运用经纪人资源，但只是用来核实信息，而根本不听他们买卖股票的建议。据他判断，没有或者少于1%的经纪人和他想的一样。（同样，我和他谈话时，他觉得应该没有哪个瑞士银行家会考虑英国和加拿大房地产价值的差异，而他对此却兴趣盎然。）这么多年来，邓普顿发现，经纪人资源只在收集信息时有用，其余的他一概不理。

不论是股票、艺术品、房地产或是其他投资，获取利润的悖论是，交易商或画廊当时大力推销的绝不是最好的买卖。著名藏书家，哈佛大学霍夫顿图书馆（Houghton Library）的菲利普·霍非曾经跟我说，他在拜访书商时最成功的方法是问："你手头上卖不出去的是什么？"那本书很有可能放在地下室积满了灰尘，但是从真正的质量上看，这本书要比放在橱窗里的"特别藏品"更珍贵，而橱窗里那本必然是被书商高高供起，期待哪个过路人买下的。

同样，如果某只股票没有市场，几乎无人问津，或者说基本上卖不出去，那么需要支付日常开销和雇用销售人员的经纪人就根本不会做这笔生意。因此，想买便宜货的投资者通常得靠自己，能从别人那儿获取信息，但主意得自己拿。

邓普顿的投资组合包括他认为世界范围内所有市场上能买到的最好的股票，并且还完全考虑到了股票所在国的风险。

一旦某只股票上涨，不能称为便宜货了，然后投资者又发现更好的股票，前面那只就可以抛了。邓普顿用这招"货比三家"的方法投资屡试不爽。

我问邓普顿是否曾在股票价值浮出水面，投资兴趣刚露出苗头时买进过？他回答说，如果两只股票各方面都相似，其中一只刚开始吸引投资者注意，而另一只还没有什么动作，那他会选择有些苗头出现的那只。

邓普顿作投资分析时，首先试着确定公司的固有价值。20世纪40年代中



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

期，他的投资咨询公司也和其他公司一样，大量系统地应用了格雷厄姆原创的、全方位的投资技巧：即通过细致研究重要的金融比率以期获取真实价值的方法来分析不同的公司。研究的苦差事现在因为有了《价值线投资调查》而大为减少。只要每年付几百美元就可以轻松获得以前一屋子的分析师为你收集的资料，他们可能还没有这么及时和准确。（互联网应用以来就更加方便了。）

邓普顿说影响股票评估的因素有上百个，但对于特定企业不是所有因素都适用。因此，研究自然资源公司时就可以忽略大约 1/4 的可能性因素，而研究制造业公司时也可以忽略另外 1/4。

大约有四个因素对所有情况都适用，并且很重要：

1. 市盈率
2. 营运利润率
3. 清算价值
4. 增长率，尤其是盈利增长的连贯性

如果一个公司的增长在某一年有些不稳定，这还算正常；但如果连续两年都这样的话，就需要引起注意了。但是投资者也应该同时警惕非常快速的增长。通常情况下，快速增长是不能持续的。

我问邓普顿如何看待罗·普莱斯理论。该理论认为投资者应该寻找经济体中“增长的沃土”，即那些未来一定会发展和兴旺的行业，然后买下其中的龙头企业。邓普顿回应说，曾经一度只要是罗·普莱斯成长股票基金持有的股票，他都买进了，但是通常这些股票的市盈率都很高。然而，专业公司因为懂的人少，价格一般偏低。在市场不考虑价格因素时，买进很受关注的优选成长股根本不需要训练也不需要经验。

任何事情都有一个时机的问题，且时机不会一直等你。波士顿的戴维·巴布森组织（David Babson Organization）一直偏好顶尖的成长股，这个基金的表现曾经连续 6 年都只处于中等偏上水平。照邓普顿来看，6 年过后，本应该好好找个理由全面换掉原来的投资方式的。还有摩根担保，在 20 世纪 60 年代末 70 年代初曾因为买进了雅芳、国际香料（International Flavors）等公司股票，涨势无限；但要是萨缪尔·R·卡罗威先生提前退休，在 1973 年而不是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1975 年卖出了这些股票，他们得多高兴啊，因为这两年内股价跌了 50%。

最重要的一条是灵活性。投资者在境况非常好的时候要随时准备作出改变。如果市场节奏和你预期的完全一样，那么就准备好跳吧。

不要一味相信规则和公式。30 年前，邓普顿认识一位美国纽约化学银行信托部的经理，在市场的变化多端迷惑了无数代人之后，这位经理觉得自己最后终于摸清了规律：市场初期以来的所有数字、周期、心理、金融和基本面数据都表明：道琼斯平均指数将连续 3 年下跌。他让客户们拿着现金走了。但意想不到的是，第一年，市场上涨；第二年涨得更多；而第三年，比以往都涨得还多。

邓普顿有种非凡的能力，他能在作出买进决定时认清最重要的两个或三个因素，把其他的都放到一边。这种洞察全局但又不拘于细节的能力是很多伟大思想家共有的特征。

邓普顿的合作伙伴范斯以前很喜欢作关于投资的讲座。他经常用到的工具是一幅画在一卷包装纸上巨大的图表。图表非常大，每次讲座都需要有位听众自愿帮他展开图表，挂到墙上。图表上画出的是过去 20 年的市场走向。表上有很多曲线代表影响走势的诸多因素，比如工业生产、货币供应等等。其中有条曲线是最重要的，预测准确性堪称完美。每年只要跟着这条曲线走，就知道市场走向并会大有斩获。当着迷的听众问这条曲线代表什么时，范斯先生会告诉他们：是他家的母鸡在房子后院的鸡笼里下蛋的比率！

邓普顿为宗教进步设立了一个奖项，每年都在伦敦颁奖。奖金目前约为 100 万美元，也吸引了很多显赫人物，比如菲利普亲王。邓普顿说这个奖要比诺贝尔奖大，他这么说是指比所有领域的诺贝尔奖都要大。邓普顿希望这个奖能帮助得奖人心无旁骛地生活和工作。此奖项得奖人中包括加尔各答的特蕾莎修女和亚历山大·索尔仁尼琴。他还在牛津大学捐建了一所商学院，在普林斯顿神学院捐建了一栋大楼。后来他接受了英国国籍，这些慷慨之举为他赢得了爵士之名。

邓普顿说心灵的成长就像园艺一样。“你发现一棵野草，”他说，“你就得把它除了，对不良的思想或情感亦是如此。”我问他工作成就和超然物外对于心灵成长有什么作用。“工作成就来源于心灵的发展，”他说，“如果你从工作

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始，那就更接近人性，这是很不一样的。”至于超然物外，他完全不信这一套。他还是迷恋很多事物，比如股市。

前　景

2000年初，邓普顿在他将近50年的职业生涯里第一次断言，所有国家的所有市场都估值过高。他因此建议投资者将75%的资金用于购买债券，尤其是美国财政部为控制通货膨胀发行的债券。这种债券的缺点是以美元面值发行，而在邓普顿看来，美元比其他国家，如新加坡、韩国和澳大利亚的货币来说，相对处于弱势。所以他要鼓励购买这四个国家的债券，增加多样性。

至于投资者手中另外的25%股本，他继续建议投资卫生保健业，而在这个行业内，他特别关注一家名为汉鼎生命科学投资者（H&Q Life Sciences Investors）的封闭式基金，这家基金的卖价要比净资产价值低很多。

邓普顿并不同意目前流行的看法，认为欧洲是吸引人的投资之所。因为那儿的工会太过强大、税太高，这都会阻碍被称为成长引擎的创业精神。只有少数几个国家，比如英国、爱尔兰、波兰和匈牙利似乎在抵制政府监管和高税率的趋势。邓普顿对中国的评价很高，认为在中国投资最好的方式是打折出售的封闭式基金。

尽管总体来说邓普顿对于短期市场表示谨慎，但他对于21世纪的前景还是非常乐观的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第四章】

理查德·雷恩沃特：敲响“变”钟



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理查德·雷恩沃特的投资技巧不同于本书中提到的其他人。首先，他喜欢窥探未来，找准一个有发展的行业，并想象出一家能在其中兴旺蓬勃的企业。然后，他会在这个行业集中投资。（到这一步还和很多人一样。）但之后他就不一定会坐着耐心等待了，他会空降到已经投资的公司，大刀阔斧地重塑改革，招聘和辞退员工，进行再融资，兼并重组，直到公司接近他最初的期待。

因此，当大多数投资者在寻找出色的管理层，采取被动态度坐收渔利时，雷恩沃特会想出一个投资理念，然后集投资者、咨询顾问和商业银行家于一身行动起来。（但奇怪的是，他的被动投资，即和其他投资者一样随着大流走，投资回报居然也和他的主动出击一样表现得很优秀。）

雷恩沃特另一个独有特征是：他的合伙人在金融界这个残酷的领域里被誉为最强悍的女子。不仅如此，他合伙人的名字是雷恩沃特太太——他和合作人已结成伉俪。（他之前娶的是高中时代的情人，他们在35年的婚姻里育有3个孩子，现在都已长大成人，住在沃斯堡。和其他很多富家子弟一样，别人说他们多少有些纨绔不羁。）

在他自立门户的投资生涯里，至1998年底，理查德·雷恩沃特的年均复合回报率为26%。这还是因为受到了当年市场灾难般的影响，但也只是第二糟的年头。（作为私人投资者的前5年里，雷恩沃特获得的年回报率维持在70%以上。）在单干之前，他早期最大的成就莫过于成功管理了得克萨斯州沃

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯堡声名远播的巴斯家族的财富。在雷恩沃特管理的那些年里，家族资产增长上百倍，从5 000万美元涨到几十亿美元。离开巴斯家族独立之后，雷恩沃特投资主要集中于三个行业：石油和天然气、房地产和医疗保健业。通过这些投资，据1999年初估计，他积累的净资产已经超过10亿美元。

雷恩沃特（那些不认识他的人叫他“迪克”）肤色较深，典型的地中海特点，气色健康，富有活力，脸上总挂着自信的微笑，因此非常上相。他的穿着打扮就像大学预科生：T恤、皮凉鞋或是网球鞋，有时候还穿蓝色牛仔裤。他经常在沃斯堡办公室的健身房里听着音乐做运动；在纽约时，几乎每天下午都和其他成功的金融界人士一起打高尔夫球。雷恩沃特喜欢高尔夫带来的挑战：“高尔夫球很费时间，要打好很难，要学的东西还很多。但是和别人在一起是件很快乐的事。”1998年，他将体重从225磅减到了185磅，对6.2英尺高的人正好合适。他身上透出一种玩世不恭的活力，关于生意或股票上的事总是谈笑风生。每做完一笔生意，他就会创造性地想出一些玩笑话：“我刚开到250码，这次不要让我冲到300码。”他在和助手分析交易时，喜欢用可擦拭的神奇记号笔在办公室的白色墙壁上写字。

我和他谈话的时候，他还时不时接个电话，聊聊高尔夫。有人跟他说起了“紧接的9洞”。我问雷恩沃特那是什么意思，他说：“有些人打了18洞之后，如果有时间，就接着再打9洞，那样打起来感觉不错。”

谈起高中时候作为拉力赛车冠军的时光，雷恩沃特非常得意。他曾经连续7个月驾着加足马力的别克车在当地的赛道上所向披靡，现在偶尔还参加比赛。他那辆经过改装的红色雪佛兰能在几秒钟之内加速到60码。他说感觉棒极了！在1992年的美国成就大奖上，别人问他最想成为什么海洋动物，他回答说：“海豚，因为它们是在大海里自在遨游的高傲的哺乳动物。”雷恩沃特清楚自己想参与的是有实质内容的活动，不是高尔夫，不是网球（他像网球运动员那样向我点头）；他想要有事可忙，大干一场。

雷恩沃特说自己像个观察员，有非常大的好奇心。“我算是比较聪明的孩子，在班里总喜欢和人竞争。所以即使赚到了钱，我还是会继续分析。回过头想想我是如何从一片混乱中理出头绪、从中获利的。”

雷恩沃特和很多好莱坞大亨打过交道，比如大卫·格芬、迈克尔·艾斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纳、“超级经纪人”迈克尔·奥维茨，还有导演乔治·卢卡斯。他也结交了沃伦·巴菲特、小布什、罗杰·斯托巴赫，以及达拉斯牛仔队曾经的橄榄球四分卫，后来转行成了房地产开发商人。

雷恩沃特大部分时间在沃斯堡办公。但他在曼哈顿的上东区与他既是合伙人又是太太的达拉·迪·摩尔有一套公寓。优雅的家具陈设凸显的是她的品位。夫妇俩在南卡罗来纳州和亚利桑那州都有房产。雷恩沃特和达拉没有孩子，因为达拉说她腾不出时间来。

雷恩沃特是个喜欢整洁的人。达拉说：“如果他来了，会径直走到厨房，开始整理东西，擦拭橱柜。”雷恩沃特喜欢逗孩子和狗玩，但对大笔花费、收藏等事情没有兴趣；喜欢比较适度的生活方式。达拉说他可能最喜欢住在酒店里，什么东西都没有，要什么就暂时租借。“从行为举止看，他像个年轻人，甚至有些孩子气；他只喜欢单纯、简单。”

达拉·迪自己也是声名远播。她身材瘦长、干练大方。20 世纪 80 年代她在化学银行的时候就声名鹊起，那时候别人说她是“DIP 女皇”（DIP 指的是资产债务人融资，是向破产的公司提供借贷的投资方法）。达拉在南卡罗来纳州的莱克城长大，母亲是位非常严格的纪律信奉者，在卫理公会教堂工作；父亲是体育明星，从小就让她在屋子前练短跑、不时检查她的篮球技术，还给她游泳计时。这样的教育方法让人想起了肯尼迪兄弟受到的鞭策、督促。

她很早就明确了做生意是使她不断往前走，往上爬的路径。1981 年获得了乔治·华盛顿大学的 MBA 后，她加入了化学银行的培训项目。最后，她年薪过百万，应该是商业银行里薪水最高的女强人。《财富》杂志为达拉撰写的报道名为“商界最强悍的女人”。雷恩沃特集团需要找人掌管大局时，达拉的黄金机会来了；集团经营着雷恩沃特 7 亿美元的个人资产。在和丈夫共事的头三年半里，公司净值涨到了 15 亿美元。之后她又接管了雷恩沃特在哥伦比亚/HCA 公司的董事席位，这家公司当时市值为 150 亿美元。

达拉喜欢收藏珍稀书籍，但并不在意书的学术价值。最开始时，她喜欢那些对资本主义诞生有重要影响的书籍，比如洛克、休谟和其他一些哲学家的作品。她还喜欢 18 世纪狄德罗等人编纂的法兰西大百科全书。现在她的兴趣转移到了收藏有关她家乡南卡罗来纳州的书籍上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

达拉是在1990年去得克萨斯的一次商务旅行时遇到比她大10岁的雷恩沃特的。他们俩一见钟情，一年之内就结了婚。他们取消了本该隆重的婚礼，而只是在1991年12月13日星期五举办了平静的婚礼。雷恩沃特的结婚誓词是："我像爱资本投资一样爱着你。"这听起来不像罗密欧那么浪漫，但却很实在。

达拉时而像小猫那么温顺，时而也变得异常强悍。《财富》杂志曾评价她是终结者和金·贝辛格（美国女演员）的综合体，说话还带着南卡罗来纳式的戏谑的拖长声调。她在同事之间作风霸道。她自己说："这给我带来很多困扰。刚开始时，有时候没人愿意和我共事。整个团队都抛弃了我。"达拉的朋友包括女企业家玛莎·斯图尔特和奥美广告公司的首席执行官夏洛特·比尔斯。

早期生涯

雷恩沃特还是个孩子的时候就已展露出资本家的禀赋。13岁的时候，他揽到一笔送报纸的业务；他让其他孩子送报纸，付给他们80%的费用，而自己作为"工头"获取另外20%的费用。那些送报纸的孩子里就有沃伦·巴菲特！

在得克萨斯大学读书时，雷恩沃特的数学和物理成绩优异，因此他获得了斯坦福商学院的奖学金。1968年毕业时，他已下定决心要大赚一笔。有一天，雷恩沃特在没有预约的情况下突然出现在纽约的高盛公司里，说："我在学校成绩优秀，基本上得的都是A。对我来说，为高盛工作是我实现美国梦的下一步。"雷恩沃特最终被录用，在达拉斯销售证券。工作头一年，他和搭档赚取了120万美元的佣金，他们的提成是16%。

不久之后，他在斯坦福结交的人脉给了他机会。雷恩沃特和年轻的希德·巴斯一起上过几门课；希德是贝里·巴斯的大儿子，而贝里的叔叔因为非法开采油井发了一大笔横财。希德需要有人帮忙打理家族资产，而雷恩沃特正好是合适人选。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

起步阶段很艰难。他们开始在各个领域投资了共2 000万美元，很快300万美元就石沉大海。早期所有的交易都是亏损的。雷恩沃特意识到必须得开发一套明晰的策略和系统的方法。于是，在26岁时，他开始了一场徒步旅行，拜访了很多人，包括查尔斯·艾伦、沃伦·巴菲特和菲利普·费雪。雷恩沃特想要找到一个整体一致且有回报的投资方法，而不是支离破碎而又难以操作的方式；这个方法还得和他的能力相匹配，用他的话来说，就是他必须得学得会。

雷恩沃特最重要的一条结论是要成功就必须专一。你应该找出那些人人基本都会成功的领域，然后在这个领域坚持；这样的过程需要一遍一遍重复。他也找到了一些领域，投资者似乎是可能成功的，但是在该领域基本没有人做到成绩斐然。

雷恩沃特发掘出的一个榜样是J·H·惠特尼公司的戴维·邓恩。邓恩的投资一路大获成功，他的公司利用比较小的资本规模获利了上亿美元。他是非常有原则的投资者。对一般风险投资者经常犯的撒网太广的错误，邓恩回应说：“他们看到什么就买什么。”对什么都做的小额投资是完全失败的策略。

邓恩自己就只集中于计算机行业，不仅关注制造，还关注零售批发。他参与了一些大型公司的起步发展，比如存储技术公司（Storage Technology）和普莱姆电脑公司（Prime Computers）。邓恩关于某个行业喜欢问的问题是：“有些富翁也参与这个行业吗?”，这个“有些”指的个数在3~10之间，说明这个行业里需要有相当数量的关注度，但是能干的合作投资者不要太多。

雷恩沃特在这段学习寻访之旅后，总结了好几个很吸引人的行业要推荐给巴斯家族，包括房地产业、套利交易和对冲基金；但是更重要的，是他们应该缩小自己的关注点，全神贯注于自己的投资。接受了这些观点、明确了自己的取胜之道后，雷恩沃特说：“就是这些帮助我起初凭借相对较少的资本获取了这么大的利润。”

这也是风险家的一般经历。很少有人能只坐在办公桌边，等着各种各样送上门来的交易，而自己要做的只是签支票。销售人员对他们推销的股票肯定了解得比你多。所以，成功的风险资本家都会对某几个领域非常熟悉，即使局面不利他们也可以力挽狂澜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

制定策略

在巴斯家族工作的那段时间里，雷恩沃特逐步形成了一套投资策略，在后来的投资生涯里也都一直遵循着。这套策略包含六个主要部分：

1. 瞄准一个声名狼藉但孕育变化的重要行业。雷恩沃特的目标是要找到机会和价值。他觉得投资者没有必要成为行业的专家才能买进这个行业的股票。他是从宏观的角度来把握的，“我感兴趣的是那些为全世界提供必需品的大型行业和公司”。

2. 在该行业内找到一个特别有吸引力的公司或是部门。雷恩沃特说这是“机会中的机会”。油价下行时，他就在钻井公司中寻找机会；而在医疗保健行业，他专注于那些住院率可以上升并且医生拥有股份的医院；他的房地产投资的重点几乎完全放在美国东南部的几个地区。

3. 雷恩沃特也使用了另一条策略，用华尔街的行话说是“过滤”，且大获成功，即找到一家有长期可持续竞争优势的公司，或是有无懈可击的商业特许权的公司。迪士尼公司就属于这类，因为公司拥有独一无二的资产：主题公园和卡通人物。

4. 找到世界级的管理人才来经营。雷恩沃特自己并没有成为每个行业的专家，相反，他向专家咨询找到合适的经理人来让公司重焕生机。他可能会打电话给某个能干的经理，说：“公司现在由你管。”但有时他也会自己参与管理，详细实施自己的想法和理念。

5. 绝不要独自投资。雷恩沃特为每次个人投资都找了合伙人，通常是过去一起工作的可信赖的同事，或是某个行业的专家。总体来说，团队中有一个人负责运营。这样的态度不同寻常，因为大多数风险投资家希望能够在必要的时候作出坚定的决策而不需要与人商量。

6. 通过融资工程提高风险回报率。雷恩沃特从亨特家族手上买下了位于得克萨斯州他工作地点的一栋40层大楼。亨特为此楼建设耗资大约1.4亿~1.6亿美元；雷恩沃特仅用6 400万美元就买到了手，而且是通过5 500万美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

元的浮动利率贷款，利率还不到6%。

大器"早"成

在20世纪80年代为巴斯家族工作时，雷恩沃特就已经发掘了一些正在经历变革的行业中存在的机会。第一就是发现了估值较低的能源股。他大举买进了马拉松石油（Marathon Oil）和德士古（Texaco）。1984年，德士古公司正准备买进盖蒂（Getty）公司，他投资于德士古9.9%的股权后来因为公司回购而大获其利。（当时有人抱怨说那是反收购策略，因为巴斯家族一直在向德士古施压，要求其回购自家股票而不是买进盖蒂。）

同年，雷恩沃特参与了风波四起的迪士尼事件。1982年，迪士尼公司收益下跌了将近19%；第二年又下降了7%。位于佛罗里达州的爱扑卡特中心（Epcot Center）经营成本巨幅超额。这是令人沮丧的一面，但好的一面是，公司债务相对较低，旗下宝贵的电影资源、迪士尼动画人物和主题公园每年都可带来10亿美元的收益。这些资产比公司20亿美元的市场资本要有价值得多，尤其是考虑到有些资产是别人根本无法复制的。

市场狙击手索尔·斯坦伯格是第一个采取行动的，他买进了公司10%的股份，并且在6月要求买下剩余的股份。迪士尼在1984年6月9日向斯坦伯格回购公司股份，以每股高于市价7.5美元的价格收购，由此斯坦伯格3个月的投资就为他赚进了3 200万美元。

之后，雷恩沃特提出要以阿维达公司换取迪士尼公司市值2亿美元、10%的股份，为四面楚歌的迪士尼解困。阿维达是雷恩沃特介入的一家佛罗里达土地开发商，以阿瑟·维宁·达维斯的名字命名。他在一年前用2 000万美元现金和2.7亿美元的认购债务买进了阿维达公司。迪士尼接受了这笔交易。然后雷恩沃特就开始着手招募更好的管理人才。他从乔治·卢卡斯导演等人那儿听取建议，他们的建议还是很有帮助的，他举荐了派拉蒙影业公司的前总裁迈克尔·艾斯纳入主迪士尼，担任首席执行官。

艾斯纳1998年出书《高感性事业》（*Work in Progress*），其中提到了雷恩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

沃特快速评估形势的能力。在一个讨论迪士尼未来发展的重要会议上，雷恩沃特、希德·巴斯和其他一些同事正仔细聆听艾斯纳作报告，说公司主要盈利将从主题公园转移到电影的成功运作，艾斯纳描述了如下场景：

大约过了半小时，雷恩沃特站起身来去接个电话，希德也和他一起出去了。我们那时候还不知道，但他们一走出门，希德就转向搭档。

“计划听起来不错。”他说。

“同意你的看法。”雷恩沃特回答道。

希德说：“我们进去就告诉他们今后5年的投资定了。”

希德后来告诉我，这就是他们谈话的所有内容。不到半小时，雷恩沃特和希德就得出结论，他们把资金留在迪士尼让我们挽回败局要比拆分迪士尼单个出售盈利更多。

在那之后不久，巴斯家族突然将其持有公司的股份提高到25%。1986年雷恩沃特离开巴斯家族时，股票总值达到将近20亿美元，盈利8.5亿美元。他后来说：“搞定迪士尼很容易，我只是换了个首席执行官而已。”

雷恩沃特在1984年和金融家迈克尔·米尔肯有过短暂合作。因为热切想要检验他用创新融资增加价值的投资策略，雷恩沃特说服米尔肯加入巴斯家族和其他人都有注资的一家基金。这家名为巴斯投资有限合作公司的基金初始总资本为12亿美元，公平人寿（Equitable Life）投资了5.4亿美元。雷恩沃特和米尔肯都贡献了投资意见。合作公司将以9%的利率借贷，然后将闲置资金投入垃圾债券中，收益率为15%。第一步运作是重组美泰玩具公司(Mattel toy Company)。他们最终达成了一系列交易，包括MCI通信、麦卡蜂窝通信（McCaw Cellular Communications）、地铁传媒（Metro Media）和Intermedics公司。雷恩沃特1989年套现出市时，该基金平均每年的回报率对公平人寿是30%，对普通合伙人是100%。

后来雷恩沃特赞赏了巴斯家族请外人协助打理金融事务的智慧。“大公司，即使是从家族产业发展而来的大公司让我觉得惊讶的是，他们提拔人才的标准是技术，而不是血缘。但还是有很多家族企业依然根据血缘关系定谁掌管财务大权。但我和巴斯家族的人都不这么想。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单打独斗

在为巴斯家族服务的16年里，雷恩沃特让其家族财富涨了很多倍，他自己也积累了1亿美元作为投资初始资本。

他出来单干后涉足的第一个领域是石油和天然气。他确信持续走低的时候市场已经触底，所以买进几家陷于困境的得克萨斯石油设备公司的时机已经成熟。雷恩沃特说："政府对石油和天然气钻探行业监管很严格，过高的利润税、原有石油和新出石油的价格限制等等，不一而足。"政府之所以出台这些政策，是考虑到美国应该保证石油天然气的规律供应，不必被逼无奈从国外进口。雷恩沃特首先投资了一家休斯敦钻探公司：布拉克能源（Blacker Energy）。公司在20世纪70年代曾经辉煌一时，但他买进的时候，剩下的只是老旧的设备和1亿美元的银行贷款。

雷恩沃特承担了1 200万美元的贷款，并且很快就开始重组公司。他说服一家海上钻探公司广受尊敬的老板卡尔·索恩管理这家公司。1987年4月，公司发行了5 500万美元的新股，并且更名为能源服务公司（Energy Service Co.），或称恩斯科公司（Ensco）。公司通过出售200万股股份引入了多名合伙人，包括好莱坞制片人大卫·格芬，他和雷恩沃特是在迪士尼交易上认识的。

雷恩沃特的天然气合伙公司（Natural Gas Partners）利用了政府介入创造的机会。为了获得融资，管道公司不得不与生产商进行长期合同谈判，保证以特定的价格采购然后出售给各个地方。但是天然气行业在20世纪80年代解除了政府监管，价格应声大幅下滑。管道公司因此找到其他生产商买进便宜不受监管的天然气，无视之前订立的合同。有长期合同在身的生产商产出的天然气卖价太高，于是他们决定起诉管道公司，但管道公司反而获得了政府救助。这么一来，很多生产商都两手空空、关门大吉，一些管道公司也破产了。随之而来的大范围诉讼和行业动荡便创造了投资机会。为好好经营天然气合伙公司，雷恩沃特找来了一位讨人喜欢的证券分析师甘伯·鲍德温。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

《机构投资者》杂志说，如果可能的话，他们想把所有石油和天然气分析师的前三名都收入囊中。

雷恩沃特想兼并其他困难公司将恩斯科做大。1989 年，他在彭罗德钻探公司（Penrod Drilling Co.）找到了机会，该公司拥有 84 个钻塔，曾为亨特兄弟所有。彭罗德的主要债权银行已经迫使亨特兄弟放弃公司寻求重组。天然气合伙公司和恩斯科公司开始从两家银行以原有价值 6 折的价格购进公司债务，目的是想获得公司的高质量钻塔。1990 年 6 月的《商业周刊》报道："雷恩沃特仅花费 4.3 亿美元就买到了价值是出价两倍多的钻塔。"他后来将彭罗德并入了恩斯科公司。截止到 1998 年 11 月，恩斯科国际（Ensco International）已成为世界最大的石油钻探公司之一。雷恩沃特 6% 的股份在经历 1998 年的大跌后，依然价值 1 亿多美元。"以前是有 500 家共同基金、5 000 座钻探塔，"他说，"现在情况完全反过来了。"（但他投资沃维瑞勘探公司亏损了 3 000 万美元。）

几年后，雷恩沃特在另一个厉害的得克萨斯的市场狙击手伯恩·皮肯斯那里找到了一个有利机会。1996 年，皮肯斯几十年前发掘的梅萨公司股票从 48 美元跌到了 3 美元以下。雷恩沃特从 1992 年起就想从中分一杯羹。面对愤怒的股东还有 11 亿美元的债务，皮肯斯飞到了亚利桑那州的图克森；雷恩沃特正在那儿重组一家叫峡谷农场（Canyon Ranch）的温泉疗养中心。于是两个人就在高尔夫球场上谈妥了交易条件。通过投资 1.33 亿美元获取梅萨公司 32% 的股权，然后为其债务重新融资，雷恩沃特因此可让公司脱困。

但是还有另一条苛刻的条件：交易还没结束，皮肯斯就被叫到加利福尼亚，在那儿还得面对让人恐惧的达拉。达拉告诉他，因为他已声名狼藉，必须得退出这场交易。1997 年 9 月，她告诉《财富》杂志："我已经想尽一切办法了，可办法不是那么好想的。"但无论如何，一年后，在安排了另一次并购成立新的开拓者自然资源公司（Pioneer Natural Resources）之后，雷恩沃特和达拉在这家独立的石油天然气龙头企业里所占股本达到了 1.61 亿美元。

霍尼韦尔（之前的明尼阿波利斯霍尼韦尔）是家大型公司，经营一些业务涉及世界范围内顶尖的领域，但另一些业务经营惨淡，并且出现大幅亏损。原来的首席执行官艾德·斯宾塞顽固不化，不愿走出窠臼。后来，雷恩沃特

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过争取代理权吸引了管理层注意。但要改变局势，他的任务也非常艰巨，但最后公司终于扔下了拖后腿的包袱，盈利大增。

雷恩沃特在能源业看到机会的同时，也关注到了一个管理不善、非常需要重组的行业：医疗保健业。

美国的医院一般使用率为45%，但是所有医院都能经营下去。医院经营困难重重，因为政府的介入造成了极大的能力过剩。雷恩沃特明白，提高成本意识就是在给医院施压。为什么医院也要像其他行业那样追求高效标准呢？他也发现，健康维护组织（HMO）更愿意支持大型、综合的医院公司，这些公司在某个地区有多家医院，提供多种医疗服务。在通讯录里找合适的"世界级管理人才"时，雷恩沃特找到了经常参与医院并购的达拉斯律师理查德·斯科特。

由斯科特坐镇，雷恩沃特组建了哥伦比亚医疗集团（Columbia Hospital Corporation）。集团主要有两条原则：第一，旗下的医院应该经营得力、效率高，利用率必须要超过之前的50%。第二，所有人必须对医院势必要作出的反应有回应，实现此目标的方式是让医生直接入股和提高其他工作人员的积极性。理查德·斯科特和雷恩沃特各自出资12.5万美元，加上6 100万美元的贷款就可足够买下得克萨斯艾尔帕索地区的两家医院，那时候医院基本没有什么买家，因此，公司又收购了更多的医院。

哥伦比亚医疗集团于1987年10月19日正式上市，就在那天，股市发生大崩盘。那次大跌之后，雷恩沃特利用4 500万美元建仓了40只股票，包括宝丽来公司（Polaroid）、数据控制公司（Control Data）、古尔德公司（Gould）和消防员基金（Fireman's Fund）。作为被动投资的32只股票在几年的持股期内为他赚了66%的复合回报收益。他主动出击的那些公司回报率则为43%。

雷恩沃特大力迅速收购扩张所用的方法并不陌生：先把某公司股价拉高，然后用其作为通货买进资产。哥伦比亚医疗集团的股价为现金流的8倍，所以雷恩沃特和斯科特可以买进股价为5倍现金流的医院股票，并很快就占了先机。他们买进的速度惊人，在美国东南部收购了多家医院以巩固市场，然后关闭部分地方诊所，将病人介绍到其他地方的医院。同时他们大举削减成本，1996年集团在加州圣何塞4个月内收购了拥有4家医院的连锁公司，从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4 500 个工作岗位内削减了 890 个工时。凭借哥伦比亚的集中购买力，公司在设备购买和其他供应商那儿获得了巨大的折扣。

到 1997 年为止，哥伦比亚又收购了 4 家公司，包括雷恩沃特是股东之一的美国医疗集团；由此，两人创立的哥伦比亚医疗集团壮大成了拥有 347 家医院的连锁巨头。雷恩沃特的投资剧增到 3 亿美元。但后来，公司不得不应付政府对其多项服务收费过高的指责，整个公司笼罩在乌云之下；2000 年哥伦比亚医疗集团被判巨额罚款。

政府为了帮助储蓄和贷款协会，也给房地产业带来了动荡。每位顾客都可获得联邦 10 万美元的存款担保，这一举措使得 10 万美元面额的存款单在货币经纪人之间大范围流通，导致过多资本涌入储蓄银行。政府的本意是想要货币流通进入实体投资，尤其是房地产项目，而实际上很多都流入了疯狂的风险投资。结果造成资产的极端投机，之后就是大范围的破产。

雷恩沃特发现很多行业动荡都是源于政府吃力不讨好的介入政策。

无论如何，截至 20 世纪 80 年代后期，在得克萨斯，房产似乎成了烫手的山芋，人人都急于出手。但那时候，雷恩沃特却趁机购进了多处酒店、不动产和土地开发资产；价格只是其价值的 30% ~35%。他的理由是尽管很多的得克萨斯开发商腰包鼓了，但借贷给他们的储蓄银行也赚了个盆满钵满，事实上，房屋建好后，存款人获得利息，存借机构出售又重新开放了。由于没有公司税或个人所得税，得克萨斯当时享有最优惠贷款利率。

雷恩沃特的第一笔划算交易是 1990 年从亨特家族那儿买进的那栋 40 层暗绿色玻璃幕墙的洲际大厦（Continental Plaza）。两年内，他就将大楼利用率从 77% 提高到约 90%，部分原因是他将自己的公司搬进了大楼，包括哥伦比亚医疗集团。

雷恩沃特又发掘了一个适用于他的比较优势理论的公司：这是一家位于达拉斯的商业房地产公司，由前达拉斯橄榄球牛仔队受人爱戴的四分卫罗杰·斯托巴赫掌管。(这在华尔街叫做“交易流”优势。)

1994 年，雷恩沃特的事业高速发展，他组建了一家名为新月房地产（Crescent Real Estate Equities）的房地产投资信托公司。他通过首次公开募股筹集资金 3.5 亿美元，每股股价为 25 美元。有雷恩沃特的声誉在，他只要承

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

诺要大力建设公司就可以上市了。很多人基本上是盲目购买新月公司，《商业周刊》援引投资者的话说：“我们不是因为公司价值，而是冲着理查德·雷恩沃特的名声买的。”

他个人投资了3 500万美元，加上“人力”资本，占到了新月公司1 400万股；公司起步就有5个写字楼项目和一个零售项目，拥有3个住宅区开发项目的股份。3年之内，公司买进了市值约40亿美元的不动产，大部分都是以低折扣买进；包括85栋写字楼、7处零售地产、97个冷冻仓库、90家精神医院、7家酒店、两处温泉疗养地和5个住宅区项目。就在这段时间内，营运得来的资金增长了370%，股价上涨215%。新月公司大多数的现金流来源于写字楼和零售不动产，这些资产的2/3都位于沃斯堡地区。雷恩沃特在新月公司的成功主要因为低价收购了位于能源地带的高质量写字楼。他预见到即使油价不断下跌，随着当地条件的改善，然后他就可以提高写字楼租金。到1997年，他在新月公司持股的市值达到4.26亿美元。

最近的麻烦

1997年，雷恩沃特预计市场低潮即将来临。他估计油价会下跌，因此开始着手保护他没有投资于自己拥有的6家大公司的那部分40%的净资产。他从多家对冲基金那里赎回了7 000万美元，以2 500万美元的价格出售了得克萨斯巡游者棒球队11%的股份，又以2 500万美元出售了位于达拉斯的新月庭院旗舰酒店（Hotel Crescent Court）一半的股份。到1998年年中，他手头积攒的现金高达3亿美元。

不过，他的个人投资市值在1998年损失了5亿美元，下跌了29%。新月房地产公司下跌42%；开拓者自然资源公司惨跌65%，同时期的标普中型石油天然气指数下跌了40%；恩斯科公司也暴跌73%。尽管如此，1999年初，雷恩沃特依然坚定地表示他拥有的资产超过10亿美元，《福布斯》杂志统计为11亿美元。

雷恩沃特的六项主要投资包括：新月及旗下子公司新月运营集团、开拓

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者、恩斯科、哥伦比亚医疗和麦哲伦健康服务公司。尽管形势非常严峻，却只有麦哲伦这家心理诊疗公司市值跌到买入价以下。雷恩沃特希望精神健康护理业在国外有大发展时，麦哲伦能成长为国际性大公司。至于石油天然气投资和与南方能源带经济息息相关的房地产投资，雷恩沃特一直坚信他的投资策略一定会有回报，只是时机未到而已。1995 年他表示："今后 10 ~ 20 年，全世界都会追逐石油天然气。"到 1998 年底为止，他 20% 的财富都集中于石油天然气行业；他相信油价会在 2 ~ 5 年时间里回复到每桶 20 美元以上。（事实上，2000 年油价达到了 30 美元每桶。）

然而，雷恩沃特可能还是觉得元气大伤，以后可能会安心坐享其成。他在 1998 年 11 月向《商业周刊》承认："我现在出手做交易，谁也说不准能赚多少；以前从没出现过在机会大好之时，我手头的资产折现力却如此之高，利息如此之少。我就是感觉不到那种执著的冲劲了，也不想出去做成一笔交易或是改组一个公司……30 年了，我现在也游离于交易业务之外了。"

现在，雷恩沃特开始从事慈善事业。他计划保证家庭所需之外，留出 1.2 亿美元在斯坦福大学和她太太的母校南卡罗来纳大学设立信托基金，其余财富回馈社会。他目前资助大约 100 个慈善项目，其中包括"沃斯堡拯救后代学习中心"。他说："做这些事情能让我在余生每天早上起床时跟自己说：'好家伙！今天有很多有意义的事情要做。'"

雷恩沃特夫妇已经向南卡罗来纳大学商学院捐赠了 4 500 万美元，达拉希望它成为美国顶尖的商学院。她对于南卡罗来纳州的整体教育状况也很关注，在这一领域的活动非常活跃。所以有人曾邀请她考虑是不是要到州政府从政。

小　结

雷恩沃特说，他之所以从事这份工作是因为"很好玩，因为我干得来，能够运用我的天赋干实事，想问题很有趣，也很有满足感。但是要成功，一定要执著。要沉浸其中，说服董事会，雇用合适的人才，还要让支持你的人信服"。

"就是要做领袖。"我说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“不容易啊，”雷恩沃特接着说，“有时候你怎么也说服不了别人，我一直觉得自己做的是正确的，但别人不一定这么想。我坐在那儿看着某些行业，意识到别人和我看到的是一样的，但是他们都僵化了。知识水平相当的人们对这个行业都习以为常了，动荡来临时，他们要么被压垮，要么被僵化了。多年的浑浑噩噩过后，他们变得沮丧异常，也不想离职。我想到一些点子，而他们要么就不想干，要么就反对。但是只要我一下定决心，就勇往直前。要让事实驱散颓废，用慷慨战胜贪欲。

“就算有意识形态的差异，资本主义还是奏效的。”雷恩沃特说，“有监管倾向的政府，比如新加坡，也有放任自由的地区，比如中国香港。但这也不会改变什么。只要企业家做好自己的工作，整个经济就会繁荣。”

航空公司、电信公司、银行、房地产这些行业都曾被监管，但又都解除了监管。在解除监管过程中，政府往往犯错误，情况在一段时间内可能扭曲。为动荡的公司或行业带来秩序是奏效的一招。“有时候动荡是致命的，”雷恩沃特说，“但有时候只是暂时的混乱。我想也许我是那只凤凰，能帮助公司起死回生。我之前学的是物理，所以知道如何全盘分析。”

雷恩沃特说自己的目标是：复兴、振兴公司，或者说让它们重新站起来。5～20年通常是政府介入的一个循环。政府一旦意识到自己打乱了局面，就会收手不管一阵子。美国政府从过去的惨痛教训中学到了很多，现在更加现实了。

雷恩沃特认为我们正准备迎接始于1999年末或是2000年的石油天然气行业的黄金时期。然后，政府在某个时候一定会再次介入，造成新的动荡。

如果从现在开始预言，雷恩沃特应该会对网络通信行业很感兴趣。“我已经找到了四五个绝顶聪明的人才，在加州的帕罗奥多找了间办公室，会注资这些行业的多个公司。”但事实上，雷恩沃特基本已经退休，也没有太多兴趣关注投资，对自己的余生如何度过还很困惑。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第五章】

保罗·卡伯特：所有的事实不过如此



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

保罗·卡伯特是几十年来波士顿机构投资者中的领头羊。他见证了股票投资从一个单纯由印象出发的事物演变成了一种机会主义的但至少基于事实的技巧操作。他于几年前逝世。卡伯特掌管哈佛大学捐赠基金长达17年，在这段时间里，基金从2亿美元飞涨至10亿美元。他一手组建了道富管理研究公司（State Street Management and Research），当了这家公司50年的合伙人；道富管理着一大把共同基金、捐赠基金和私人投资。其中最重要的道富基金是美国第一批共同基金。在该基金创立时，如果你买进了1万美元的股票，到我和卡伯特谈话时，即56年后价值大约为100万美元，算上红利和资本再投资收益和配股，资本升值了近百倍。

在他那个时代，卡伯特是波士顿商界鼎鼎有名的人物。年纪轻轻就当选为J·P·摩根公司的董事，摩根是当时美国最财大气粗也是最严肃刻板的银行。（摩根先生的办公桌摆在华尔街23号一层大厅的中间，他没有前台接待员或是秘书挡驾，但却没有人敢靠近他。）有一次开董事会，身材瘦小却结实的卡伯特带着眼睛上巨大的黑眼圈和额头上的一道疤就来了。其中一位董事还很关切地问起他的伤疤：想必是猎狐的时候摔了一跤吧？“猎你个头！”卡伯特在会议室里嚷嚷着，说：“你们这帮混蛋难道就没喝醉过？”

在另一次摩根董事会上，卡伯特正好坐在阿尔弗雷德·P·斯隆边上。斯隆是现代通用汽车公司的缔造者，是当今世界最大企业幕后很多理念的创始人。他在集中财务管理的体系内推行了分散的营运管理模式，提出公司主要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

责任是资本回报，并且要考核经理人的表现；还提出了为通用生产不同类型汽车在市场价格区间的关键点进行系统定位的想法。可是对这位领口竖得高高的，举止异常严肃，且身兼无数要职的传奇人物，年轻的卡伯特却跟他非常轻松地打招呼，问了句："最近怎么样啊？"

斯隆开始亲切地谈起他和他的财务委员会关于制定公司政策方面的进展；政策事关全资子公司非舍公司作为供货商与其他公司，如别克和雪佛兰的关系。

他说了一会儿后，卡伯特就打断了他，说："不不不，别瞎扯那些了！我想知道的是公司什么时候才能真正赚钱。"

你要是问波士顿的人为什么保罗·卡伯特言行举止会这样，问他是不是在出风头，刻意模仿水手的粗野腔调？他们的答案是一样的："不知道，他好像一直就那样。"

卡伯特职业生涯的最高峰出现在 1972 年。福特基金会（Ford Foundation）的麦克乔治·邦迪多年来一直号召美国的大学利用其捐赠基金大力投资，这样资本成长快，尽管有风险，但是不仅收入上涨，还可占到市场升值的好处，尤其是在牛市。那是多么振奋的时代啊！那时候，美国公司发放的红利占总收入的比例要比后来高得多，因为之后收入都被用来进行股票回购和公司收购。当然债券的资本价值也一直由于通货膨胀而不断缩减。因此实际收入不得不限制你的花费。

福特基金会作为私立机构慷慨资助了很多美国大学，福特基金会的大声疾呼让很多大学蠢蠢欲动。基金会的公告出来时，正是牛市一片欢腾之时，因此吸引了为数不少的美国高等学府踏上险途。耶鲁大学中招了。哈佛，是的，即使是哈佛也被打动了。校长和同事们开始斟酌他们是不是也该有所动作。

而在波士顿的另一头，越过查尔斯河，保罗·卡伯特则勃然大怒。虽然他已不再是哈佛的财务主管，但依然向校长办公室撰写了一封言辞激烈的公开信，很快就在大学的管理层、教职员工和校友们当中传开了。这一风波在很多教育界和投资界人士脑海中还历历在目。

以下是信件全文（删减了部分统计数据和例子）：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亲爱的伯克校长：

我听说您和其他哈佛理事会成员正在考虑动用专用于目前开支的资本（实际上是资本收益的一部分），您还想使用大学捐赠基金的所有收入。

此封来函的用意是劝您三思，不要采纳这条风险大、不公平、不明智，甚至可能带来灾难性后果的政策。

自哈佛大学1636年建校以来，我们一直经历着（除了少段时间外）物价高涨、美元贬值，即通货膨胀。我想您和理事会其他成员也承认这样的状况将来还得继续，尽管我们做了很多努力，但收效甚微，最多只能稍微延缓目前快速增长的通货膨胀率。

如果哈佛和其他机构和个人认识不到这点，并且不能像过去一样有所防备的话，未来的后果将会是灾难性的。如果现在花费了资本，很明显，将来能用来获利的就少了。这无异于杀鸡取卵。当然，对每位在任校长来说，这些交易都是很诱人的。但是这种政策带来的无法避免的严重后果只会在这些校长们入土为安远离人世之后才会真正降临。

我曾服务过两位前任校长，他们总是百分百地支持我拒绝花费资本。事实上，当时每年获得的收益都比我们每年允许自己使用的开支多几百万美元。

1948年6月30日，哈佛学校基金的总投资和特别投资市值超过耶鲁大学约1亿美元。到1971年财政年度末，这些基金的市值约为：哈佛，13亿美元；耶鲁，5.47亿美元。哈佛的基金总额比耶鲁多出7.5亿美元！原因是什么呢？这段时间内，哈佛接受的资本馈赠更多是事实，但也不足以造成如此大的差距吧。而主要原因是投资政策，最重要的一条是哈佛每年都有结余，而与之相反，耶鲁多年来每年都动用了资本本金。耶鲁现在一直有这么做下去的政策。这条不幸的政策带来的严重后果是隐性的，也被迷惑人的数学符号公式掩盖了。但简单的事实是，耶鲁的政策就是动用资本本金……

最后，我恳请您和哈佛理事会的其他成员慎重考虑，不要扼杀了那只多年来为哈佛下金蛋的鹅。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我之所以让这封信尽可能公开，是希望哈佛和耶鲁的校友和朋友们能够有所行动，恳请哈佛不要踏上那条会带来灾难性后果的险途，也恳请耶鲁尽早回头是岸。

真诚的

保罗·C·卡伯特

卡伯特后来赢得了胜利。常识和老到的经验让他再次获胜。哈佛波士顿式的传统不仅胜过了耶鲁纽约式的传统，还保证了几十年来哈佛的优越性。这也意味着哈佛拥有更好的捐赠基金主席、更多的奖学金、更大的图书馆、更聪明优秀的学生，因此也对美国和世界带来更多有益的影响。但是哈佛也要戒骄戒躁啊！

市场崩盘时，很多大学发现他们当初拿着预算资金去期待资本收益，结果市场非但没涨，反而崩溃了。为数不少的捐赠基金，还包括福特基金会本身，因为对自己鼓吹的那套信以为真，在那段时间里也经历了巨幅亏损。

麦克乔治·邦迪当时还敦促基金会的财务委员会采取相同的投资政策，作为委员会一员，现在只能自食其果了。1966 年至 1974 年间，令人咂舌的损失出现了。邦迪到任时，基金投资组合价值约为 37 亿美元。到 1970 年，已经跌到 28 亿美元，然后继续暴跌，到 1974 年，只剩下了 17 亿美元……福特基金会在 15 年时间里几乎损失了其资本原有价值的 3/4，用现在的美元折算，损失了近 60 亿美元的慈善资源。这么大规模的灾难是前所未有的。

那么卡伯特投资方法的要点是什么呢？

不论别人问他多少次这个问题，他的答案都是一样的，只是说法稍有不同而已，那便是：现实主义和小心谨慎；或者小心谨慎和现实主义。你要是问波士顿投资界的老一辈，保罗·卡伯特的投资技巧的精华是什么，他们的答案也是一样的。“他非常小心仔细，而且其一丝不苟令人难以置信。”

卡伯特说：“首先，你得弄到所有的事实信息，然后就要面对这些事实信息了。”他还会很有个人特色地接着嘟囔道：“不要做白日梦。”卡伯特经常说，如果你没有经历过现实的多个层面，没有达到一定年龄阅历，是没有办

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

法成为现实主义者的。随着年岁的增长，他也变得越来越小心谨慎了。

年轻人都很乐观，卡伯特说。他们总是预计有表现非凡的收益，还确信一切都会很顺利。人越年轻，就越容易冒险。年岁渐长你就会发现喝水前嘴唇和杯子之间总会保持一定距离。所以“我只对年长者有信心，因为他们经历过了大萧条、经济衰退、战争和许许多多的事情。”

卡伯特一生的职业生涯都献给了道富管理研究公司，现在公司位于波士顿一栋明亮现代的摩天大楼接近顶端的办公室里。漂亮的前台接待员将客人的大衣放到衣橱里。一切都彰显着高效和气派。

但卡伯特先生自己的办公室就是另一番景象了。进了他的办公室，我恍然觉得又回到了本科生年代在哈佛教授的书房里：一把老式的削笔刀插在门内；一排很简陋的木椅子，一个木头衣架上挂着一件灰色外套和一顶波士顿帽（波士顿帽在正式流行起来之前，曾在网球场的好手们之间时髦过好几年），装着玻璃门的书柜里是一本本的商务卷宗。而坐在一张俭朴的大书桌后面的卡伯特先生，身形瘦小结实、脸色红润。他的穿着是新英格兰地区的典型装束：灰色的粗花呢西服和马甲。

我问他觉得自己在哈佛大学捐赠基金的表现如何，那些结果是不是充分考虑了后来资本的进出。

“呃，”卡伯特说，“我是在，”他顿了下，身子朝前倾去看书桌上一个巨大的有烫金字的红皮盒子，很明显那是退休的纪念品，“1948 年我开始接管哈佛捐赠基金的。那时候一切都很顺利。”他嘀咕着，朝着盒子点点头，说：“记不清具体日期了，不过在我 1965 年离开时，基金已经涨了 500%。哈佛每新建好一栋楼就把当年建楼的成本勾销，这是对的，因为从财务上看，那是债务。很凑巧接受的馈赠资本正好基本支付了建筑费用，所以捐赠基金确实是涨了大约 5 倍。当然，那时候时机很好。”

我问起了他在那之前更早的事情。20 世纪二三十年代是个什么样子啊？

卡伯特说起他最早做的交易时，不由得乐了，但又有些不悦。

“我们第一批大买卖是卡夫，你应该知道，是做奶酪的。老卡夫在芝加哥的家里白手起家。他经常驾着辆轻便旧马车卖东西。后来，人们发明了巴氏杀菌法来保存奶酪……实际上把奶酪味道全破坏了，吃起来就像吃牙膏似的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我还是喜欢纯天然的奶酪。但无论如何，我们买进股票时，销售量大约为两三百万，现在那就是20亿了！我们那时候不想加入公司的董事会，但现在不一样了。所以我们邀请一位朋友吉姆·崔博加入卡夫公司董事会，代表我们。他可真是个狠角色啊。

“卡夫先生是虔诚的浸信会教徒，从不抽烟喝酒。有一次我们到芝加哥，都待在德雷克酒店的一个房间里。吉姆·崔博躺在床上，翘着腿。我们都在喝着波旁酒、抽着雪茄。然后卡夫先生走了进来，说他刚刚从哈尔希和斯图尔特那儿借了200万美元。崔博像一把折叠刀般从床上弹了起来。‘就那些狗杂种？’他说。但这还不是最糟的。卡夫先生解释说，作为交易的一部分，哈尔希和斯图尔特已经获得了公司一半的期权。崔博和我都说他是个疯子、笨蛋。我们估计，哈尔希和斯图尔特会以200万美元出售他们已经到手的债券，但是会保留期权，因为他们已经拥有半个公司了。但后来情况不是这样的。他们决定将一半的期权配送给任何买进债券的人。于是，几周之后，债券比票面价值上涨了160%！我们真是受够了卡夫。他是个能干的商人，但却对财务管理一窍不通。

“那时候就是这样的。事实上，多年以后，我自己当起了卡夫的董事。那时，美国2/3的奶酪都是他们卖出的！无论如何，我发现在会议桌旁坐在我身边的是卡夫先生。

“‘崔博先生现在怎么看我？我还是又疯又笨吗？’老头子问我。

“我告诉他，‘卡夫先生，我觉得他应该还没改变看法。’

“我刚开始在这个行业打拼时，没人相信普通股。人们都认为普通股风险大，很陌生，根本不适合保守的投资者，债券是他们喜欢的。我听到的第一个严肃讨论股票可以作为可取的投资方式的人是埃德加·劳伦斯·史密斯。他的代表作是《普通股作为长期投资》(*Common Stocks as a Long-Term Investment*)。很奇怪的是，埃德加·劳伦斯·史密斯自己从来没有投资过，他是破产之后去世的。”

那么在卡伯特看来，非常可取的股票特征是什么呢？

“最重要的特征是管理层要能干、诚实。被伊瓦·克鲁格这种杀千刀的骗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

子把钱财骗得精光实在太容易了。"①

"然后，你找到一个繁荣兴旺的行业，这是必需的。"

我问卡伯特怎么看保险业，因为那是美国销售额最大的行业，同时也指出了一直居高不下的保险费收入，还有这个行业内日益计算机化的趋势。计算机不会要求加薪，相反，计算机越来越便宜。

"我从来都对保险一窍不通，"他说，"只是我自己肯定不会买。"

"现在，我非常看好的股票是惠普。我的合作伙伴乔治·贝内特认识休利特本人，他认为休利特是他见过的最精明的商人。我们买进了很多，看样子不错。"

因为休利特和帕卡德都快要退休了，我提起了接班人的问题；根本不知道是不是有人能取代他们。

"那么精明的商人一定会为选接班人伤透脑筋，"卡伯特说，"但无论如何，他们自己手上有很多股份，也会非常关注接班人的管理方式。"

"惠普在目前市场上价值约 10 亿美元，"我说，"然而，历史告诉我们绝不要太相信接班人。大橡树的阴凉下是长不出什么东西的。我们只能乐观期待了。"

卡伯特提到他看好的行业时以制药业为例。他公司持仓最重的药业股是史克必成（SmithKline）。他们最近买进了此股，然后持股量又翻番。我说他们一定需要一个非常优秀的医药分析师为公司挽回败局。卡伯特说："我们也这么想的。公司管理层有变动，我们当时就想，就指望这些新来的了。"

他还提到道富对美国广播公司（ABC）的投资又翻番了。"这个公司经营得非常不错。我们决策的依据都来源于尼尔森公司。电视广告收入非常丰厚，哥伦比亚广播公司（CBS），全国广播公司（NBC）和 ABC 三者通常根据收视率瓜分这部分利润，ABC 每单位时间内的广告收入要比其他两个少得多，一个单位时间大约为两分钟。但是 NBC 已经可怜兮兮地跌到了第三，而 ABC 坐上了头把交椅。因此我们估计 ABC 每单位时间的收入会上升。"

① 伊瓦·克鲁格被称为"瑞典的火柴大王"。他通过波士顿的 Lee 和 Higginson 公司发行了大量最后变得一文不值的股票。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对投资来说，最大的风险是什么?

“通货膨胀，这是世界上最大的问题。我觉得我们对此无能为力。看看那些政府预算赤字吧，惊人啊！我记得我还是哈佛财务主管时，我们雇了一个簿记员，他的工资20年没变过。每天干的工作是一样的，他也没想着涨工资。尽管你肯定升职了，但从总体水平上看工资却没有涨。如果你每年涨的工资和生活成本上涨的幅度一样的话，你的工资事实上没有涨。但就这样你不可避免地受到了通货膨胀的影响，你有什么方法能改变这些呢?”

我回答说似乎只有令人恐惧的变故才能改变人们的看法，比如输掉一场战争或是经历社会剧变。什么样的大变故才能改变这些人们的看法呢？我的看法是，社会保障体系的崩溃。社保体系现在从精算角度看已经破产了，这个金字塔迟早会崩溃的。

卡伯特说：“大多数人都太麻木了，不到饿死了就不会清醒。”

投资者要怎么做才能抵消通货膨胀的影响呢?

卡伯特说，以后投资者经历了通货膨胀后大抵无法保证资本的原有价值。我告诉他罗斯柴尔德家族成员之一已经宣布如果他们可以保证能将财富的1/4保值传给后代的话，那就是赚了。

“您自己如何投资呢?”

“我自己买了一大堆优质市政债券。不是纽约这种大城市的，都是小地方的，因为他们责任感更强。我买进了麻省的尼德汉姆市债券，我就住在那儿，还有麻省的牛顿市债券。我基本都是短线获利，经常换一换。”

我指出说如果通货膨胀超过了市政债券的回报率，那就意味着得靠原来资本本金过活了。

“对，是这样，但很多股票红利也是这样的情况。”我也同意：有些红利就直接宣称说是不包括本金的，以此吸引投资者买进股票。如果这样的话，红利这种资本回报是需要纳税的。

那投资艺术品怎么样？那时候有这个想法吗？卡伯特说：“我可分不出画的优劣。”我发现和大家普遍的看法相反，大多数的艺术品价值从第一次被卖出起就一直下跌。现在回过头看，那些升值率跑过通货膨胀率的艺术品就如同在一个老人的家里，环顾四周，发现都是百岁老人；这就是所谓的存活者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

偏差。大多数人可活不了那么久。”

我问他在道富的投资组合里，他最看好的有哪些。他回答说，那些劳动力占比重小的公司。“但是我也说不清楚，我一看就觉得那个会暴跌。你也知道大家有个说法，说警察在突击检查妓院的时候，他们把所有的女孩子都带走。只有你自己真正经历过惊慌失措才知道那是怎么回事。比如说在大萧条时期，迪尔公司股票从每股 142 美元狂跌至每股 7 美元。我的合伙人佩恩想要在 7 美元卖出，因为他说再不出来公司都要退市了。我劝他还是不要卖出了，但他不听，坚持卖出了。你知道后来怎么样吗？这只该死的股票居然大幅上涨，他一夜之间又改变了主意，第二天早上他又在 10 美元的点位重新买进了！没有几个投资者会像他那么灵活的。”

我问卡伯特道富公司是不是也曾试图利用市场的上下调整，逢低吸纳，逢高卖出。

“没有，”他回答说，“那都是看运气的，运气好你就赚了，运气不好就亏了。那有什么好的啊？不过我可以给你讲个故事。”他补充道：“1929 年的时候，股市达到顶峰，然后就开始暴跌。之后市场恢复得还不错。在上涨期，我们保持大约是 60% 的现金，40% 的股票。后来忽然之间美国宣布放弃使用黄金标准，我那时候人在佛罗里达。他们都给我打电话。我就说，‘有多少买多少。’佩恩也同意了。所以一天之内，我们的持仓从 40% 变成了 90% 。大盘在之后的两到三个月翻了一番。但我们差不多花了一年才想清楚为什么我们那天会大举买进。”

我又问他关于投资管理的道德层面他怎么看。“我觉得道德和投资一点关系也没有。我们一度持有了一些酒业公司股票，包括杉利（Schenley）、国家酿酒公司（National Distillers）等等。有时候我们也会接到股东写来的反对信。我们的回应通常是：道富的业务就是合法为股东赚钱，而白酒也是合法生意。如果股东一定要追究法律以外的道德责任，那他大可以把道富的股票卖了。只有一个股东这么做了，那是个住在佛蒙特州的老太太，她持有大概 100 股。”

我问，在哈佛做财务主管时是否也受到了社会学投资因素的影响。“一点也没有，”他回答说，“我记得还是财务主管的时候，哈佛校刊《红刊》

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（*Crimson*）杂志的编辑夜里给我打电话。他问我哈佛基金是不是投资了中南公用事业（Middle South Utilities）或是密西西比动力照明（Mississippi Power and Light）。我说是的。他说他们希望我卖出这些股票，因为这些公司对黑人不公。我直接说他是个该死的毛头小子。我告诉他我们董事会有个合伙人正好非常了解情况，和其他人比起来，那边公司对黑人比他们好多了。'你投溯自尽去地狱吧。'我说。"

我问卡伯特如果他投资的有家公司确实在雇用少数族裔或其他问题上劣迹斑斑，他会怎么看。"他们那么做是害了自己，我们已经试图说服他们改正行事方式了。"他想了一会儿，"整体来看，商界还是很有道德的。"

我说据我观察，商界的道德水平至少和政府是一样的，但商界更有诚信。"商界可比政府有道德多了。"卡伯特语气强硬地说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第六章】

菲利普·费雪：撒手锏



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1931年3月1日，菲利普·费雪第一次给自己挂上了投资顾问的招牌。经过斯坦福商学院一年的学习之后，他进入旧金山一家银行的证券分析部（那时候叫做统计部）工作。那时的银行还经营证券，因此需要有分析能力的员工，但地位却微乎其微。胡佛总统宣布美国经济即将进入繁荣期后，费雪转而进入一家证券交易公司工作。然而，不幸的是，还没等到胡佛的预言应验，费雪便又一次丢了工作，生活难以为继。但后来他把这段经历看成是其职业生涯中最幸运的事件之一。从那以后，他不放过任何机会，一心只想着独立创业，尽管最初只有一间局促的小办公室，也没有窗户。

创业伊始，费雪发现了两个出乎意料的优势。第一，他的工作需要和公司高管聊天，而这些高管通常无事可做，对于他们来说有人聊天也是乐事一件。一次，他拜访的一位高管刚刚看完报纸体育版又还不想回家，就想，何不让这只“猴子”进来耍耍看？就是这一个念头，使他后来成了费雪的长期客户；他后来说出了自己的心里话：一年后要想再见费雪一面都难了，他太忙了。

1931年开始创业的另一个优势就是几乎每个都还有资本在手的潜在客户对他们自己已有的顾问都不满意。

在修斯坦福大学的一门课时，费雪和他老师每周都去旧金山湾区拜访多个公司，那里的高管都愿意认真和他们谈论公司运营。这位老师还帮助很多公司改进了运营方面的弱项。费雪每次主动开车。回来的路上，他们就逐一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈论每个公司。费雪后来说，每星期的这一个小时是他受到的最有用的训练。

他们去过的公司里，有一家生产水果罐头机械，还有一家生产一种用于果园和农场喷洒杀虫剂的泵。费雪跟老师说，他认为在所有他们看过的公司里，这两家是前景最好的。1928 年，这两家和另一家蔬菜罐头机械制造公司合并，成立了食品机械集团（FMC)。1929 年牛市时，这家公司股票暴涨，但是也在大萧条期间全面崩盘了。

作为投资顾问界的新人，菲利普·费雪在 1931 年拜访潜在客户时就借机告诉这些客户，他很看好 FMC。几年过去了，这只股票没给他们带来理想的收益，甚至比市场整体表现还要糟糕。但到了 1934 年末，这只股票声势大涨，成为牛市宠儿，1937 年涨到最高点。随着这只股票领衔股市，曾经听费雪谈起过这只股票的人都对他有了印象，随后他们就把越来越多的资金托付给费雪来操作。

费雪在同一个办公楼里工作了几十年，他本人和办公室都没怎么改变。但富于独创精神，善于深入问题的本质，彻底全面的投资思想和理念让他声名鹊起，他所经营的投资项目的价值也不断增长。他持股的一条主线就是看中技术实力，而旧金山正是一个跟踪高新技术产业发展的绝佳地区。

费雪当上了旧金山投资理事会会长，一当就是几十年，但是他却严格控制客户的数量。人们经常谈到他的第一本书《普通股票和非一般收益》(*Common Stocks and Uncommon Profits*)。他最多曾经营过 5 亿美元的项目，相当于现在的 20 亿美元。他经验丰富，一丝不苟，因此信心十足，敢于创新，更重要的是他很有耐性，称他是伟大的投资者完全恰当。你只要跟华尔街某位专业人士说费雪曾在德州仪器最早的私募基金账户方面做出过大手笔，并且一直持有该股至今，他一定也会对此赞叹不已。

费雪为人友好随和，彬彬有礼。他中等偏高身材，身材偏瘦，略有驼背。他脸型瘦削，透着学者气质，他戴着无边眼镜，暗棕色眼睛，额头很高，头发日渐稀少，嘴长得有几分喜剧色彩，耳朵又大又尖。他看上去比实际年龄年轻很多。15 岁他刚进大学时，肯定看上去与一个大学生身份极不相符。

我去拜访他时，他那间狭小又没有任何标识的办公室里摆着的也是最简朴的钢制和塑料家具。朴素老旧的书桌上就放了一支白色人造皮的笔和一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔架，别无他物。整个房间地板上都铺着淡棕色的地毯。一面墙上的装饰是他一个朋友画的唐人街水彩画，另一面墙上挂着一座鲜红的宝塔画，还有一幅费雪太太收集的类似镶嵌画的作品，画中是一个盆景和一个日式的灯笼。除了电话和一个电子钟（调快了7分钟）就看不到其他电器了——没有文件、计算器、公文盒，也没有照片、备忘录或是小装饰品。因为只有少数几个客户，持股量也不多，营业额很低，费雪基本上都用不着行政管理。

费雪不喜欢贵重物品。多少年了都穿着一件几十年前款式的外套，开着一辆老式的奥兹莫比尔6轿车，车内没有收音机也没有任何装饰。他也一直没有觉得有必要买辆新车。

费雪的生活就围着家庭和办公室转：工作，妻子和儿孙们。（他的儿子肯·费雪子承父业，也是投资咨询业的专业人士，但他有自己的公司。和其他人一样，他也觉得父亲古怪得有些令人不解。）费雪每天早上6点起床，喝上一碗每天早晨必喝的营养汤，纽约证券交易所一开市他就开始打电话，然后赶去办公室。

他喜欢就任何话题发表滔滔不绝的看法，对事情敏感，反应迅速。对政治和其他事物都有自己的看法和判断。尽管他有时候也支持那些许诺要减少政府浪费的政治候选人，但通常会对他们之后的表现失望不已。

“二战”期间，费雪在美国本土的陆军航空队服役。空闲时他会想想战争结束后他的生活，并且下定决心，退役后回去复业的第一要务就是找到美国最好的化工公司。退伍后，他花了9个月时间把所有相关公司找了个遍，最后定下3个。最终，他认定陶氏化学就是抓中的阄，于是1946年开始购进该公司股票。

1947年春，通过他的一个重要客户，费雪和陶氏打起了交道。和管理层会面后，他认为这家公司是他所见识到的最了不起的一家，后来他曾说自己依然这样认为。在20世纪50年代的7年里，这家公司表现并不突出，但费雪一直有信心和耐心，始终持有它的股份。后来这只股票传奇般地成功了，它是费雪长期持有的重要股票之一。

史蒂芬·霍顿是标准普尔公司的分析师，他在1954年第一次跟费雪提到了德州仪器，之后费雪和很多人都谈到这家公司，兴趣渐浓。有天他和埃梅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

特·所罗门聊天。所罗门那时候是克罗格家族控股公司旗下远见证券公司（Provident Securities Company）的经理，后来成了旧金山克罗格国民银行（Crocker National Bank）的董事长。费雪跟所罗门说，尽管他对这家达拉斯的小公司不够了解就投资了，但从他已知的来看很让人兴奋。所罗门忽然想起他和太太刚刚见过这家公司的老板；他们在夏威夷旅游的时候住隔壁。于是所罗门执意要去参观这家公司，还邀请费雪一同前往。

摩根士丹利之前刚刚建议德州仪器的四位创始人卖掉一小部分股票进行实业规划。所罗门和费雪参观过后，远见证券和费雪的客户则成了这笔交易的两个买主。加上在三次市场动荡时期以几乎抄底价买进的股票，德州仪器成为费雪持股量最大的股票之一。

榜上无名

费雪以类似的方式发掘了摩托罗拉。一个路过旧金山的投资人跟他说起摩托罗拉看起来是个非常了不起的公司。费雪代表他本人和消防员基金的朋友参观了摩托罗拉，满意而归，之后他和消防员基金都买了摩托罗拉的股票。一年多后，消防员基金告诉费雪，他们请了一家纽约银行评估他们的投资组合，将已持有股份分成三等："很有吸引力"，"有吸引力"，"没有吸引力"，三个里面都没有摩托罗拉，因为它根本连名都没排上，银行的人觉得都不值得花时间研究。然而，再后来，消防员基金告诉费雪，摩托罗拉是他们表现最好的股票。这些股票包括 FMC、陶氏、德州仪器、摩托罗拉。摩托罗拉是费雪投资组合的核心，尽管熊市时和其他股票跌得一样快，但在平市或涨市却表现优异。

"我不想要一大堆好股票，只要有几个突出的就行了。"费雪说。他集中精力，只关注有限的几家企业，大部分公司都不予考虑。他不想成个"万事通"却没有专长。你所能了解的只有一部分，因此要了解得更多就需要专注。

费雪在初步评价投资时，能让他感兴趣的公司一定得有突出的商业管理，在业内有强大的技术优势。他绝不会投资依赖大众消费品位的公司，这些所



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谓的品位易受广告影响，在他看来无法理解，因为他的品位经常和大众大相径庭。他发现，如果他和太太特别喜欢某个电视剧，那这个电视剧就很有可能因收视率低而遭电视台停播。听到这儿，我说，在我看来知名投资家和大众想法相左似乎是很自然的。有别于普通大众恰恰是重点所在，“众人皆醉我独醒”，就是要做那个唯一正确的人。我告诉他自己在做《哈佛讽刺》（哈佛大学讽刺性刊物，*Harvard Lampoon*）编辑时候发现的一条让人郁闷的小准则：“只要是我们喜欢的，读者就不喜欢。”

费雪避开保险和其他金融公司的原因有二。首先，技术领域之间总会有“相互联系”，和某个技术公司的接触可以帮助他评估另一个不同却有联系的公司，在金融领域他就没有这个优势了。其次，他了解制造业，觉得他所涉及的领域其实受各种不同经济因素的影响，因此，不去没把握的行业冒险同样可以实现投资的多样化。

我问他，既然不是技术人员，那他是如何来评价技术的。他回答说，任何一个领域的资源和知识都是逐渐累积的，一条技术信息通常会将人们引向另一条。

费雪最关键的想法是，投资一家优秀企业，随着企业做大做强，一直持股可以赚很多钱。最后股价比开始时高出很多。当然，随着公司固有价值的增长，股票市价一定会涨。所以应当关注固有价值的增长，没有这个作为支撑，股票根本不会涨。

他觉得短期投资很可笑。（他说他一辈子只认识一个快进快出还总能赚钱的投资者。）费雪认为公司追求短期利益可能是最大的错误。因此他坚持管理层首先应从长远角度建设公司。公司成长是管理层竭尽全力，动员一切力量实现这一目标的结果，只要公司成长了，投资者就会投资。

费雪还强调，那些想尝试不可能的人无异于放弃了他们能够投资成功的唯一希望。

他首先批判了所谓的“表演游戏”，赌徒们以为只要猜中市场一年，甚至几个月的走势就可以积累资本。“我还记得6年前，当我读到当时相当保守的一家银行旗下的信托部门的一篇建议书时有多么震惊。他们的建议是卖掉一家公司的股票，但这家公司正是该银行的客户，银行对这家公司应当相当了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

解。然而，建议书不考虑任何长期的基本原则，而是认为在之后的6个月这笔资金投资别处收益更大。受到当时老派（或者说更理智）的惯例的影响，我记得当时对这个决定特别吃惊，心想：信托部门有权力或是能力以短期交易商的角色来管理资金吗？”

不要卖出

费雪最著名的言论里有句话是：“如果在买股票的时候先期工作都做好了，那么卖出的时机是——根本不要卖。”

但他给了两种特殊情况：第一，如果后来发现最初评估时犯了错；第二，如果公司在同样的评估标准下不再合格。原有的管理层可能失去动力，或是新管理层不够能干。或者公司因为在其市场发展得太过壮大，以至于在行业内甚至是整个经济体内都不可能做得更好了。（另一方面，费雪和罗·普莱斯看法不同，他并不反对持有一个成熟公司的股票，只要这个公司生产成本低廉，继续创新，不断降低成本。）

还有第三个例外，但费雪认为很难站住脚，那便是你发现了特别诱人的新机会，比如说有个公司年收益增长率持续为20%，为了购买这只股票，你决定减持增长率不如它的公司股票。但是你对新公司的了解很可能比老公司少，毕竟多年下来对老公司了解日益加深，在这方面你就可能犯错，因为你不可能同时了解多个公司的重要信息。费雪劝诫说不应该抛掉多年以来熟悉掌握的信息。

他还说，不应该觉得股价过高就卖出，或是认为整个市场将要出现下滑的时候而卖出。

因为以上这两个原因卖出说明你很精明，知道之后可以以更低价买回，但实际操作中，你总会错过上涨期，此外你还要付资本所得税。如果最开始选择了适当的公司，并且觉得这个股票有理由在10年后涨个三四倍，那么即使现在定价高出了35%难道还重要吗？要知道，也有可能是股价高反映了你还不知道的利好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

费雪说，最愚蠢的就是因为股价涨幅过大就卖出。真正好的公司——也就是那些费雪感兴趣买进的——是会无限增长的，其股票也是一样。这样的公司如果买进其股票之后大幅增长仅仅说明一切都在按部就班地进行着。

"保守派"

费雪在投资方面重新定义了"保守派"。在他看来，保守的投资者正是那些以现实和可操作的方式实现资本增长的人。人们通常说投资知名大公司是保守的投资套路，但是费雪却认为老牌知名的公司已经过了发展的高峰期，在强手如林的国际商业界节节败退，那么投资它们绝对不叫保守。保守投资者持有的是赢家的股票，这些企业富有活力，管理完善，发展时机有利，一切井井有条，不断繁荣成长，价值一年一年累积。

这些公司股票的持有人不用担心市场波动，因为基础资产在累积，一切都在正常进行，市场认同也会随之而来。

小道信息

费雪在《普通股票和非一般收益》一书里，让人有些诧异地在第一个主要章节里（相对于引论部分而言）详述了"小道信息"在投资方面的重要性，他也叫它"商界葡萄藤"。这一主题贯穿全书。事实上，费雪提出审慎的投资者应该掌握几点公司信息，比如管理层诚信问题、长期规划、成本控制，还有公司研究项目的有效性，这些通过已公布数据很难确定，但费雪也没有提供其他获取信息的途径。

他写道："小道消息的效果令人惊喜。普通投资者如果不试试，就不会相信如果能向一些公司的研究人员请教或交流一些问题的话，他能掌握到的情况将是相当全面的。"

关于销售组织的价值，费雪说："因为销售活动对金融比率没有贡献，尽

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

管销售对决定真实的投资价值非常重要，很多投资者却根本不去评估销售活动。摆脱这一困境的方法就是打探消息……竞争对手和顾客都知道答案，同样重要的是，他们都会毫不犹豫地表达看法。细心的投资者多花些时间总会获得丰厚回报。”

费雪实际上是在讨论公司背景的查询问题。他写道：“‘商界葡萄藤’很了不起。多数人，尤其是在确定自己的话传出去不会有多大危险的时候，都喜欢谈论自己所涉足的工作领域，也会放心地谈论自己的竞争对手。找到某个行业的 5 家公司，给每家提些高明的问题，问问其他 4 家的优缺点，十有八九，5 家公司全部详尽又准确的信息都出来了，实在让人惊喜。”

打探消息最丰富的资源其实很容易到手，但很多投资者都想不到，那就是：商展。对于想获取信息的人来说，商展的魅力在于集结了很多的潜在信息源，那里的每个人都要说话，通常意见还相悖。他们已经约好，付了机票，完全不用你操心。你也不会打扰到销售人员或是高管们，因为就是因为你他们才开商展。还有，推销产品的销售员一定会告诉你他们和竞争对手的区别。

行业协会高管也是很有价值的信息源头。付一顿午餐的钱就可以了解很多。当然这种情况下，你要像记者一样永远保守秘密，否则你的线人就有麻烦。大学和政府的研究人员也是如此。购买某个公司产品的人，比如说公司的供应商和采购商也会告诉你很多东西，前提是你能找到他们。公司前雇员会给你相当多信息，尽管他们口中的信息有时是带有一定偏见的。

费雪也顺便提到找这些信息来源花的时间和真正与他们聊天的时间差不多，小户投资者也不太可能找到门道。另外，职业投资者比外行多了一个优势，那就是他们和受访者聊天时可以交换信息和观点，或是逸闻趣事，这样谈话就成了双向的了。

卓越的公司

费雪在他第一本书里给出了杰出公司的 15 个特征，在第二本书里又提到几个，我认为分门别类总共可以找出大概 20 个特征。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管在两本书里费雪提到的并不连贯，但他的标准可以分成两类：管理质量和公司本身的特征。

有吸引力的公司特征包括现有产品和新产品的不断增长，利润率和资本回报率很高，且走势良好，研发有效，销售组织出众，处于行业领先地位且优势明显，拥有“拳头产品”——有专利的产品或服务。

管理特征包括：诚信，意味着保守的会计制度；管理无障碍；倾向于看长期结果，只要没有产权削减，触及花销账本底线也在所不惜；认识到变化无处不在，良好的金融监控；需要时可提供的跨学科综合技术；与某一特殊行业有关的专门技术；良好的人事政策，包括持续的管理培训。

费雪关于人事政策的讨论尤其有启迪意义。他坚持公司应该有意识且持续地创造更好的工作环境，不论是在管理层还是处理工会关系上，并且要让员工知道公司所做的努力。他提到了 IBM 突出的培训项目，通过这些项目，销售人员的职业生涯里有 1/3 的时间是在 IBM 学校度过的。摩托罗拉的管理学院也培训有潜力的管理人员，为晋升作准备。德州仪器的政策是让员工团队自己制定目标，直接和最高管理层交流，根据表现分享利润。

说到利润率时，费雪提到投资者有时忘记的一点：特别高的利润率是个蜜罐，会吸引很多饥饿的竞争者。也许最保险的位置就是在利润率方面比竞争者稍微多点优势，营业额更高，这样竞争者就不会有太多动力奋起直追了。费雪认为这种看法很可笑，有的经纪报告甚至建议：二流公司股票越便宜，投资就越有吸引力，因为潜力很大。事实上，地位稳固的优势公司像通用电气或默克，只要管理层时刻警惕，其地位是难以被取代的。

费雪也坚持管理的诚信。公司内部人士有数不清的机会坑害持股人而中饱私囊，要么通过直接物质收益，要么就制造公司未来发展的假象。贪婪的管理层最常用的损招就是发行高价股票期权而实际股价却位于低点，比如以低于面值价出售。过一段时间，股票回到正常价位时，管理层凭空就从投资者那儿套现几百万美元。

还有因为持股人的懈怠而投资失误的。管理层可以口头上说着要看长期规划而实际却在追求短期利益。费雪举了个例，很多劳资关系糟糕的公司却说自己公司“以人为本”。有的公司利用名目繁多的账本糊弄投资者，让投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

者误以为公司发展良好，实则是今天花明天的钱。然而，持股人，尤其是金融机构通常都知道这种做法。所以在账本上要花招的公司也只能期待股票可能短期走高；投资界对于这些管理层诚信问题疑虑重重，长期来看，这些股票根本涨不上去。用客户的钱买这些公司股票的投资经理也很容易暴露。审慎的投资者对此是绝不问津的。

另外，费雪也痛陈很多年报报喜不报忧。很多年报都是公关部门的伎俩，就为了在公众心目中留下良好印象，很少均衡、全面地探讨公司真正的问题和困难，通常都是盲目乐观。

“如果副总裁给总裁报告时，也像总裁给持股人作报告时那样，副总裁花10分钟就够了。公司管理人员通常认为年报就应该像广告，这种想法是大错特错的。”

费雪没有在书里写，但谈到了一点：管理层应该持续有效地降低成本；并且要有一个清晰易懂，富有成效的计划。

如果公司状况良好，经营得力，持股人把今天的收益再投资以获取明天的增长，这是再好不过了。有很大技术成分的公司会自动再投资给研发部门。当然前提是再投资的回报要比股东可赚的红利更高。要不然，公司应该以红利或是股票回购的方式把钱还给股东。

如果公司可以成功回炉收益以赚更多的钱，那么收益和股票面值肯定会涨，红利也会增加，投资界也会认为这些都会继续涨，股价也就一定会涨，尽管不知道涨的确切时间。费雪说：“知道即将要发生什么比知道即将什么时候发生要容易得多。”用我自己的话来说就是费雪老是想要“双涨”，即：公司的收益增长了，那么股价就飞涨了。

费雪的技巧

这本书的大部分读者想要像费雪那样投资很难。首先，他很依赖“商界葡萄藤”或者说“小道消息”，问题是以你现有资源是否可以建立这样的渠道。这需要对很多领域和公司的良好接触，有政府和行业协会里的线人，一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

级投资同行间的交流。要是没有这些，用他的办法就有困难，因为它不像本杰明·格雷厄姆那样看重数据，不能从公开信息那里得来。费雪建议这种情况下应该雇用专业顾问，直接投资或者把钱放到经营良好的基金里。

费雪提出了妥善分析某个公司的三个步骤：吸收消化已有书面材料，纵横捭阖于商业信息源之间，最后拜访公司管理层。

1. 已有书面材料：这包括年报和年中报告，最近的投资简报、委托材料和10K年报，提交给证券交易委员会又对大众公开的补充材料等等。根据这些，你应该可以找出公司账目的特点，研发资金有多少，公司关于这些条款的真实意图，管理层背景和薪酬，以及利润率走向。

你应该去看看华尔街文献，主要是投资界关于这个公司的看法，因为看法和实际情况之间的区别就有可能带来投资机会。

2. 业界获取的额外信息：这儿就可见小道消息渠道的重要性了，就凭这一点，非专业投资者就望尘莫及。

你也可以通过间接渠道获取公司更多的信息，可以知道提给管理层的一些关键问题。如果一位之前很优秀的高管现在有酗酒的迹象，公司绝不会主动向外公布，但你至少可以很机智地探探消息，看这个问题怎么解决的。还有，见某位公司领导之前知道关于其人的评价会让你看到他们过度自信的一面。

3. 拜访公司：费雪希望通过拜访管理层评估公司以下三方面的内容：公开陈述的公司政策，这些政策是否真正实行，还有就是人事政策。

需要调查的政策包括长期和短期目标的平衡，销售队伍培训项目，研发的领先地位，员工忠诚度的培养，降低成本的长期项目。谈话总是很容易，所以访问的时候要寻找这些政策执行情况的切实证据。最后，精明能干的人通常见一面就能对公司领导有真切的印象；你可以判断出和你谈话的人是不是诚实、聪明，看问题是否全面，是否能在坚持政策时果断决策，而在情况变化时能抽身而退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买 点

费雪关于购买股票的时机给了三点很好的建议。

首先，在新工厂的起步阶段买进，这个过程可能持续几个月，在新产品的销售方面需要特别努力，而在这一阶段通常收益降低，投资者也不愿意问津。

一般来说，有关试验阶段工厂成功的新闻或是进行全面的商业规模运营的决定会吸引不牢靠的买家，这些投机者信息闭塞，要是股票不马上涨就退出走人。费雪把试验阶段工厂比作在路况不好时每小时走 10 英里，而商业工厂就像是在每小时 100 英里般狂飙。公众可能忘记了这个区别，在狂飙之际被甩出很远，但是设计缺陷却一直没有消除。等到股票疲软，经纪人暗示还有更严重的问题，这个时候，在费雪看来就是买进的好机会，因为只要第一家工厂上了正轨，公司就能够非常轻松地开第二、三、四、五家工厂了。

第二个买进的时机是公司有负面消息时，比如罢工、营销失误或其他暂时的不幸。

第三个有利的买进时机出现在资本密集型行业，如化工，这些行业需要非常大规模的工厂投资。有时，某个产品生产一段时间之后，工程师发现了花较少的额外资本却能大幅度增加产量的方法，这会极大提高公司利润。在股票反映这一利好前景之前就有个买点。

费雪也提到应当毫不犹豫在战争恐慌期买进。20 世纪，每次美国军队在某地交战，或是有严重的交战危险时股票市场都应声下跌，但是每次都恢复如前。

买进的原因不是因为战争有利于生意因而有利于股票，而是因为各国政府都因打仗而负债累累，货币贬值。所以物价上涨，包括代表物质财富拥有权的股票。因战争恐慌而抛售换来贬值的现金是非常愚蠢的。在费雪看来，“战争总会引起货币贬值”。

他也认为投资者一般的买进方式都是愚蠢的。这些投资者筛选很多经济

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数据，然后得出结论，认为公司前景不错而投资。几乎所有银行和股票经纪的投资信件都这么开头，告诉收信人经济前景很好（或很糟），所以应该买进（或是等到"前景明朗"）。这理论上听起来很有说服力，却不可能运用于实际。目前经济方面的预测还没有发达到可以作出长期预测的程度。费雪把它比成炼金术时代的化学，"那个时候的化学就像现在的经济预测，基本原则才刚从一大堆神秘的物质中初现雏形。但是化学那时候还没有发展到可以以其理论为基础，用来帮我们做行动指南"。

费雪倒是热切希望投资界不要像中世纪的炼金术士和神学家一样，能把用在研究和争论不同经济预测结果的时间用到更有意义的事情上，这样才有成果。

我还想补充一下，这些预测不仅站不住脚，还互相呼应造成舆论。等到预言家开始乐观时才出手的投资者是在从众买进，这样会付出更高的代价。另外，形势好、大家都乐观的时候一般是牛市结束熊市开始的时候。形势糟大家都失望的时候就触底了。1929 年的大崩盘就是在大家一片欢欣鼓舞的时候开始的，而历史上最好的买点就是 1932 年银行都倒闭的时候，之后市场在两个月内就翻了一番。

与华尔街舆论背道而驰的行动通常是投资者最可靠的选择，千万不要等到银行的"长期经济概况"转好才投资，应该在全面的经济衰退已经开始，银行和经济学家说什么都赔了的时候行动。这样投资者就以低价获得了可靠的资产，在价格低廉还没有反映利好前景的时候买进了有突出增长潜力的股票。

因此投资者应该对事实和理念都有认识。如果事实比理念有利，迟早投资界会跟进，理念会跟着改变，股价也会上涨。

收 入

费雪认为公司采取一以贯之的、可预测的红利政策才能最好地满足投资者利益，这事实上也是管理层的主要义务。他自己会寻找长期增长机会，这



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就意味着将丰厚的收益再投资，以高额回报率发展这个公司，但结果是红利较低。其他投资者会偏向高红利，对于那些没有吸引力的收益再投资机会的公司，高红利应该是他们在任何情况下都遵循的政策。因此，管理层拿股东的钱再投资时，回报率不应该比他们自己可以获得的低。

为了解释公司红利政策一致性的必要，费雪想出了一个绝妙的类比事例来阐述。假如你开了家餐馆，老板会通过各种方式获取稳定的客户群，比如提供物美价廉的食物，或是昂贵奢华的中餐或是意大利餐。无论做哪一种，只要价格公道就会有顾客，消息传出去就会培养新客源。行不通的方法就是变来变去，比如今天是高档法式餐，明天是大排档中式餐。人们不知道能吃到什么，就不会光顾了。红利政策也是同样道理。

费雪也顺便反驳了在华尔街影响很广的一个关于红利的错误观念：高红利能够在熊市提供缓冲，投资者遭遇的风险因此降低。在他看来，关于这个方面的研究表明很多在股价上表现糟糕的公司都是那些付高红利的公司，而不是低红利的公司。有些管理层提高红利，因此牺牲了可以给公司带来更高收益的再投资机会，就像是农场的经理只要牲口能卖了就马上把它们赶去市场一样，其实他可以把牲口养到能在市场上获益最大时再卖。短期来看能获得多一点现金，但是代价是高昂的。

这些都来自费雪的基本信念，那就是有吸引力的股票都是涨了又涨的，涨势几乎总来源于有利的再投资。因此，高红利就意味着较少的再投资，而投资者所追求的长期成长积累的价值也就减少了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第七章】

本杰明·格雷厄姆：量化，量化



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

本杰明·格雷厄姆是他那个时代最伟大的投资理论家，他热爱数学，喜欢从数学和量化的角度来考虑投资。事实上，他把证券分析看成是数学的一条分支。在他之前还没有哪个投资思想家是不看公司素质或管理特征，单从数字的角度来考虑投资的。

格雷厄姆的杰作是《证券分析》，但对大多数读者更有用的却是《聪明的投资者》，每个投资者都应该看看这本300页的书。格雷厄姆可以给你一种关于投资现实性的直观感受；其实你在华尔街所听到的大部分都是废话，但这本书可以帮助你正确地解读，给你指明通往客观真理的方向。

1895年，本杰明·格雷厄姆随父母从英格兰来到纽约。他的父亲是家庭陶瓷器公司（Grossbaum & Sons）的代表。格雷厄姆在曼哈顿和布鲁克林长大，是3个儿子中最小的。9岁时，父亲去世，家道中落。母亲一直未能适应这一变故，焦虑万分，这肯定也是本杰明后来一心一意追求经济稳定的原因。

他学习勤奋，非常听话。高中时他一边兼职养家一边学习希腊语和拉丁语，这后来成了他一生的乐趣。1914年从哥伦比亚大学毕业后，本杰明获得一个教职，教授英语和数学，但他却去了华尔街的纽伯格－亨德森－勒布公司（Newburger, Hunderson & Loeb）当操作员。很快他就开始写评论和分析，这期间他娶了第一任妻子（后来还有两任）。1917年他已经成了小有名气的分析师，在财经杂志上撰文，1920年成了这家公司的合伙人。

格雷厄姆身材矮壮，后来年龄见长才瘦下来；长着圆脸，厚嘴唇，淡蓝

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

色的眼睛。他兴趣广泛，活力四射，喜欢文学，阅读了普鲁斯特、维吉尔、夏多布里昂、维克多·雨果和德国诗人的作品，说话间不时引经据典，文思如泉涌，出口如有神。

按照华尔街的标准，他的兴趣算是非常广泛的，从希腊拉丁经典到哲学和各种语言。他甚至翻译了一本葡萄牙文的书，自己也写过几本，他很崇拜马可·奥勒留。他觉得自己很像丁尼生笔下的尤利西斯，是个足智多谋又心思缜密的冒险家。

在一次生日家庭聚会上，他讲了这番话深刻剖析了自己：

> 童年时代我心目中最伟大的英雄就是尤利西斯，《奥德赛》从一开始就让我入迷，这么多年来这种迷恋从未消减。主人公的多谋和勇气，痛苦和胜利对于我都有难以名状的魅力。开始我觉得是那种和我生活完全对立的东西吸引了我，迷上尤利西斯是因为他的性格和命运和我的迥然不同。我后来成年之后才意识到，我自己身上有典型的奥德赛式的弱点和美德。
>
> 年轻的时候，想到尤利西斯在流浪和磨难之后和帕涅罗佩胜利重聚，两人幸福快乐地生活，总让我欣喜。但几年之后，丁尼生的伟大诗篇让我认识了真实的尤利西斯，岛屿家园和妻子对他来说都只不过是沿途停靠的港湾……
>
> 再后来，我读到但丁在《地狱》简短又难忘的章节里重述这个故事，他写到了无畏的征程和奥德修斯暴烈地死去。现在，我手上还有本现代版的卡赞扎基斯关于同一主题的史诗新作。尤利西斯大概是在我这样的年纪离开了妻子和已婚的儿子；又或者他是不老的，就像有时我也觉得自己不会老一样。无论如何，他尖尖的水手帽下多变的想法，不安的心灵和无畏的身躯都让我感到一种冲破世俗的理想，这种理想一直如同看不见的磁极般深深地吸引着我……

格雷厄姆喜欢女人，但不喜欢婚姻。他的第二任妻子是他的秘书；第三任，埃丝特尔是他的雇员。陪伴他度过晚年的法国情人之前属于他儿子。他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迷恋上了舞蹈，花了上万美元报名学习，却最终放弃了，把这些课程转给了他的弟弟维克托。

他只在孩子们懂事之后才关心他们，成了孩子们的活的百科全书。他是个天生的老师，喜欢编很多故事解答孩子们各种各样的问题。

格雷厄姆大方又热心（他在纽黑文捐建了一座黑人教堂），和他接触的人都很敬重他，但是却没有几个真心朋友。谈到自己时，他说埃丝特尔评价他是"够仁慈却不够人性"。尽管是个不可知论者，他对宗教哲学却很感兴趣。在滑雪还不盛行的时候他就会滑雪，网球也打得不错。朋友说他没有不良生活嗜好，不抽烟喝酒也不暴饮暴食，经常心不在焉，也不喜欢开车。格雷厄姆生活俭朴却十分安逸，经济上无后顾之忧，也就不怎么在意钱了。晚年他从纽约搬到了加州的拉霍亚，最后几年又住到了法国南部。

1926 年他创办了本杰明·格雷厄姆联合账户，由他管理并从中获取部分收益。第一年，杰罗姆·纽曼加入，之后他一直和纽曼合作共事。

大约这个时候，格雷厄姆遇到了伯纳德·巴鲁克，帮他做了几笔投资。当时知情的人说："巴鲁克私下大肆称赞格雷厄姆，但也仅此而已；他俩之间的关系使巴鲁克稳赚不赔。"他给了格雷厄姆一些好处，但格雷厄姆觉得不够。

1929 年和 1930 年的崩盘重创了格雷厄姆的联合账户，从 1929 年到 1932 年，它下降了 70%，而同一时期道琼斯指数下跌了 74%，标准普尔 500 下跌了 64%。但由于联合账户像大多数当时的投资者一样一直在使用盈余资金，账户实际表现要比数据显示稍好，但他的个人资产却遭浩劫。因为躲过了 1929 年的灾难，他在市场尚未触底之前就迫不及待地进入，所以吃了大亏。

1928 年到 1956 年间，他在哥伦比亚商学院教授一门很受欢迎的夜间课程。1934 年，和大卫·多德教授一起出版了有里程碑意义的《证券分析》，这是一本学习投资的人需要读的最基础的教程。（1940 年版中列出的估值偏低的公司在之后 8 年里大涨了 250%，而同期标准普尔 500 指数仅涨了 30%，这充分证明了格雷厄姆的投资技巧。）

1944 年，格雷厄姆出版了《库存与稳定》（*Storage and Stability*），其中提出了稳定剩余食品、国际商品和国际货币的规划。出版于 1947 年的《解读财



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

务报告》（*The Interpretation of Financial Statements*）也是一本好书。1949 年，《聪明的投资者》问世，这是格雷厄姆写给非专业人士最有用的一本书。

小心驶得万年船

格雷厄姆作为投资者的伟大之处可能在于他知道如何说不。格雷厄姆－纽曼公司的一位助理不无沮丧地跟我说起他们精心挑选、认真研究得出的投资机会在交给格雷厄姆定夺时，通常发现他会对每个机会都提出实质性的反对意见。他一定要万事俱备后才投资。

最后买进时他绝对是胸有成竹的。他所认为的良好安全的投资主张其实很简单，就是一遍遍以 50 美分买进 1 美元。操作一次难免出错，但是几十遍后就基本不会出错了。因此，多样化投资，就是集合多种交易，是这个办法的关键，也是一种保险。

买进时，格雷厄姆只留一只脚在门内，这样，一旦判断有误就可以随时走人。这种本能的谨慎让他无法敏锐抓住市场的大动向。除了在 20 世纪 30 年代因过早进入市场而被扫地出门，他还错过了 1950 年开始的大牛市，他甚至建议他的一个学生在 1951 年时不要去华尔街工作，因为市场太热。

然而，在 1973 年版的《聪明的投资者》里，他是明智的："我们认为投资者应该对于前面的艰难时期有所准备，艰难时期的形式多样，有可能像 1969 年至 1970 年下跌的快速重现，也有可能是短暂牛市之后紧跟着的更大浩劫。"确实，1973 年至 1974 年的市场崩溃是继 1929 年至 1932 年大萧条之后最严重的一次，在那之后也是触底买进的最好机会。

"给我看看资产负债表"

格雷厄姆终其一生都在寻找可以解释的具体技巧来告诉别人如何选择风险小、收益高的投资机会。他想要一个完全量化的办法，不需要依赖不可确



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

定的事物，比如社会趋势，或是公司引进新产品，提升管理质量而带来的未来的成功。换句话说，就是站在罗·普莱斯的未来学方法的对立面上。

他也想找到一条谁都可以使用的方法，因此就应当完全依赖于可获得的、已公布的材料，尤其是公司自己的报告。

潜心工作多年之后，他和同事终于在《证券分析》这本巨著中给出了投资者需要的工具。但是，书中所用的方法太过详尽细致，尽管理论上是要给普通投资者和专业人士都提供投资成功的要诀，但是很少有非专业人士能使用。

通过逐个分析不同行业，格雷厄姆解释了每个行业的金融特点，说明了通过比较关键的运营和金融比率，分析师可以从一组类似的公司里甄别哪些是成功的，哪些是失败的；哪些财务上是殷实的，哪些是薄弱的；哪些估值过高，哪些又是便宜货。他也谈论债券和其他证券，读透了《证券分析》，你也就非常了解投资了。

但是最后格雷厄姆确实给出了一条所有人都可以用的简单投资标准，那就是他给出的便宜货问题的定义。这不是普遍理论，不像“增长”、“管理”、“创新”或是“成本最低生产商”那样，只是衡量估值偏低的标准。在他职业生涯的后期，他又提出了判定廉价股票的两条新标准。格雷厄姆最后得出结论，说有了这三个工具，他之前详细解释的技巧就不那么重要了。

投资与投机

格雷厄姆一直强调投资和投机的区别。投资应该基于透彻的分析，应该保证本金的安全和满意的回报。持有股票如果缺乏分析、安全和回报，就只能称做投机而不是投资了。

第一个陷阱是仅凭猜测，没有足够的研究就冒险，这也是股市里屡见不鲜的貌似投资的情况。投机者愿意去压错宝，这实际上给了投资者机会。在这个对格雷厄姆观点的简要总结里，我们不可能详细介绍他提出的投资者可用的保证本金安全和获得足够回报的分析办法，这些在《证券分析》里占了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

几百页。当然他也没说每只股票都可以这样分析。很多公司的前景是难以确定的，但是他确实说明了，你要是买这些公司的股票，那就不是在投资而是在赌博，通常你买进的价格是比你掌握更多信息的内部人士定的。

每隔几年，投机风起，狂热的投机者又犯经常性的巨大错误时，格雷厄姆提出的原则就变得愈加重要。在分析公司收益记录时，投机者通常犯两个大错：第一是比较本年度和前一年的收益，而前一年度的已经故意调低，这样就制造出了不断发展增长的假象；第二是不去查证公司是否真正增长就盲目认可报告中列出的收益。

格雷厄姆的简单算法是，真实收益是由红利加上每股净资产的增长量（或减去减少量），这样通常看上去是收益盈余的改变，包括自愿准备金。他举了一个虚报收益的例子，分析美国动力公司（Dynamics Corporation of America）20 世纪 50 年代的报告收益，1960 年报告指出收益为 13 502 000 美元，即每股收益 50 美分。根据格雷厄姆的算法，实际收益只有 6 846 000 美元，即每股收益 25 美分。收益盈余中减少了 6 665 000 美元，但这些本应该是从收益里面减的。格雷厄姆不无忧虑地指出，投机热潮中市场根本不理会事实。

2000 年我在写本书时就看到了这点。可口可乐和其他很多优秀的公司纷纷将子公司的非经常性销售算做普通收入，还有些公司总是调低过去的收益来夸大其增长。

比方说，1998 年通用汽车宣布前一年的收益为历史上最高。这很好！之后又宣布有一个 40 亿美元的税后“重组”变化！天啊！而在之前的 7 年里，通用汽车总共缴税 70 亿美元，占收益的 1/3。难道这些都是“一次性”的吗？

烟　蒂

格雷厄姆喜欢标准普尔公司的《股票指南》（*Stock Guide*），这本月刊提供上千只股票的基本财务情况，包括在美国主要交易所上市的所有股票。

他语气中带着难以抑制的激动，说投资者可以像看班级相册一样了解美国所有重要的公司，这些公司有的市值已经翻了数百倍甚至数千倍；有的有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上百年的分红纪录；有只股票从每股0.375美元涨到68美元又回到3美元。

然后他提出了一系列的标准，通过使用《股票指南》的信息，他将这些标准用于很多公司来判断它们的股价是否会在几年后上涨。这些标准包括净现值、负债权益比、收益稳定度、红利记录、收益增长、与有形资产净值相关的价格以及质量排名等。

还有一条标准，那就是通过《股票指南》的信息是得不出价格和账面价值的关系的。

格雷厄姆通过单独使用某一条或几条结合使用的方法来验证这些标准，最后发现最好的方式就是他所谓的“便宜货问题”，即公司以低于流动资产净值的价格在市场出售；他把这些叫做“烟蒂”，尽管被市场抛弃，但还有价值，那些想要最后抽几口的人还有机会。

“如果以比有利的流动资产净值还低的价格购进了一组品种多样的股票，即减去之前所有的费用，固定的和其他资产都忽略不计的情况，那么结果应该是相当令人满意的，这么说似乎有点太过简单，但就我们30多年的经验来看，事实确实如此。”

如果做到这些的话，就可以不用冒很大的风险也能赚钱，前提是可以找到足够的股票，形成一个多样的投资组合；还有买进之后没有马上上涨也可以耐心等待；有时候真的非常需要耐性。1964年版的《聪明的投资者》里就提到Burton – Dixie公司以每股20美元的价格出售，但流动资产净值是30美元，账面价值是50美元。一直等到1967年8月持股人才等到53.75美元的价格，差不多接近账面价值。格雷厄姆在说起让读者等了三年半才获得165%的收益时还语带歉意。

格雷厄姆简化处理便宜货问题的方式带来一个副产品，那就是为测量市场的整体温度提供了一个最简便的温度计。如果很多公司都以比流动资产净值低的价格出售，那么市场是低迷的；如果成百上千的公司这么做，市场大幅跳水的时候就到了。

格雷厄姆从银行业和保险公司角度来看，总结出了股票多样性的高水平投资技巧。好公司的股票在以比实际价值低的价格出售时（这也是可以安心投资的时候），你通常可以在很多行业找到便宜货。我们都会犯错，避

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

免风险的唯一方法就是把鸡蛋放在不同的篮子里，平均法则就会起作用了。显然，理论上，投资者应该努力找到多个好的机会，而不是只找一个；但实际上，在整个市场都低迷的时候总会有很多机会，所有的证券分析师都知道这一点。

成长股

现在美国很多证券分析师早先接受学习训练时都用过格雷厄姆的《证券分析》作为教科书。他强烈又正确地质疑了关于20世纪20年代末成长股的那些宣传口号——“无线电的价格怎么高都不为过”，但是谁要是还记得格雷厄姆当时的说法，现在一定很惊讶，因为他在之后的版本中论调大变。

首先，格雷厄姆指出要辨别成长股难度非常大，在这方面分析师总是出错，即便分析正确，他们也没有足够的信心去把握机会。买进IBM股票的最佳时期是20世纪50年代初，那时候公司地位稳固，接下来的25年里经历了巨大的成长。但到1952年的时候，美国证券交易委员会研究的118家基金平均持有IBM的股票只占到他们总体持有的0.5%！直到后来成长趋缓时，IBM才成为大多数共同基金的最大持仓股票。

格雷厄姆举了好几个例子证明正确预测某个可能的成长股未来动向的巨大难度。他提到了威森伯格的《投资公司1961》(*Investment Companies 1961*)，书里写道：所有增长型基金，包括分配的再投资，10年的平均表现结果是289%，这比标准普尔500的同一数据322%低了很多。格雷厄姆因此得出结论：详尽结算成长股价值的方法不可信。

但是我还是要说，由同样的数据我得出的结论是增长型基金的工作没做好，当然也不是说所有成长基金都这样，大部分价值基金也没有做好。很多增长型基金买进大家都看好的高价成长股，而实际上它们的增长已经趋缓，或者是买进了根本没有成长可能的投机性股票。但有些股票收益确实会涨很多年，市场价格也随之攀高，投资这些股票的基金通常都有很好的长期投资记录。

每个人都在寻找收益长年增长的股票，这类股票如果得到广泛认可，卖

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价就被炒高，因此要在这场游戏里赚钱就必须正确找到这些股票，并且在它们广受青睐之前有足够信心买进。尤其注意不要光为了投机付高价，买进良好成长股的安全时间是股票市盈率比市场市盈率略高的时候。

奇怪的是，格雷厄姆尽管反对为成长股付高价，但他却认为付比市场普遍价格更高的价格也是无可厚非的。通过多种不同论证，他认为如果一只股票预期持续增长率达到 14.3% 的话，其市盈率高于 30 是合理的（见表 1）。

表 1

预期增长率（%）	10	14.3	20
乘以：莫洛多夫斯基方法	23	31.2	46.9
塔瑟姆表格	25	—	—
"8.6T+2.1" 公式	24.4	36.5	55.3
"8.5+2G" 公式	28.5	37.1	48.5
"我们偏好的方式"（7 年结果）	23.5	31	41.5

来源于格雷厄姆、多德、科特尔、塔瑟姆，《证券分析》第四版。（纽约：麦格劳－希尔出版社，1962 年），第 538 页。

技术类股票

在《聪明的投资者》的附录里，格雷厄姆给出了很好的数据。1968 年 12 月标准普尔的《股票指南》列出了名字以 Compu－（计算机）、Data－（数字）、Elector－（电子）、Scient－（科学）、Techno－（技术）开头的 45 家公司。查看 1971 年 7 月的《股票指南》，他发现这 45 家里的两家股票上涨了，31 家下跌了（其中 23 家跌幅超过一半），12 家在指南上已经找不到了。

格雷厄姆说登上 1968 年《股票指南》的那些公司，其后续纪录要比没有登上指南的很多技术公司好，这几乎是可以确定的。IBM 和其他几个公司的巨大成功肯定会在其各自领域催生一大批新发行股票的公开募股，这些募股必亏无疑。（这就是约瑟夫·熊彼特所说的企业家趋之若骛，这在高科技行业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

相当明显。)

格雷厄姆在本质上反对几种发行方式。比如，他认为之前是私有企业的新股发行，即首次公开募股（IPO），对真正的投资者是不合适的。这些新股发行通常是在投机风潮盛行的时候上市，通常定价比合理价值高很多。

格雷厄姆也不信任新型证券，包括可转换证券和权证。他关于避开可转换的说法很有意思也很在理。这里我就不具体介绍了，读者可以参考《证券分析》中关于特许发行的章节。通过数学计算，可转换证券远没有人们预期的那样有吸引力；就像人们很少会在赛马场得到数学计算出的精准的公平赔率一样。投机的吸引力导致了估价持续偏高。

特许发行，特别是可转换证券，在格雷厄姆看来就像是“好天气下的投资”，市场好时它们表现也好，但不如普通股票那么好，市场糟糕时，它们的表现更糟。部分问题在于这种股票像没有经验的公司发行的新股一样，在市场热情一片高涨的时候进入，不知道大幅下跌马上就要来临了。与票面等值发行的那些优先股通常也是冒牌货，既不具备债券的低风险也不具备一般股票的成长潜力。

他认为唯一有理由买进可转换证券的时候是可转换证券在以接近本值的价钱出售而投资者本来就想买进这只股票时。其他情况下，他坚信华尔街的老话：“绝不转换可转换证券。”

很显然，集体热情决定了股票估值过高还是过低。格雷厄姆就像个正在治疗某个在暴乱中摔倒的病人的医生一样，头也不抬，根本不在意身边人的癫狂；但从他的书里却似乎总可以隐约地听到背景里疯狂人群的吼叫。从下面取自《聪明的投资者》里的表格，看他对人性所作的绝妙的评论吧。

银行家证券（Bankers Securities）是 1928 年创建的一家投资信托公司，那时候是 20 世纪 60 年代超级对冲基金狂热之前最后一个产生奇迹的时代。出售时，欢天喜地的股民居然以为花 3 美元买进 1 美元的价值是合理的，但几年之后，市场热情过后的疲态不可避免，情况严重，之前的那些股民认为世界末日要来了，之前 1 美元的价值就只肯付 30 美分了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表 2　银行家证券公司

年份	普通股年末资产值	年内股价
1928 年	65 美元	218 美元
1932 年	424 美元	140 美元

“市场先生”

显然，公司股票卖价低廉是因为投资者有充分理由担忧公司的发展。用格雷厄姆自己的话来说，使用他的方法的投资者一般“会在目前情况不景气、近期前景不太好、低股价完全反映目前悲观气氛的时候买进”。他打了个很好的比方来说明投资者对于市场波动的真正态度。想象我们拥有一家公司的股份，“市场先生”是合伙人，人很亲切精神却不正常。每天“市场先生”看自己是从床的哪边起来来决定自己的心情，或是由某一刻他的梦境或感受到的恐惧来定价，并以这个价格买进我们的股份或是卖出给我们。这样大多数情况下我们都用不着留意。只有在我们了解得和“市场先生”一样多，且冷静分析事实后发现出价高得或低得出奇时我们才需要注意。除了我们决定要进行冒险的交易，我们根本不用行动。他又说：“在其他时候，真正的投资者如果忘掉股市，只关注分红回报和公司的运营结果，他的投资就会做得比较好。”

格雷厄姆也说绝不应该追涨或杀跌。与之相反，他给的真言是：“绝不要在股价大涨之后马上买进，也不要在大跌之后马上卖出。”

在《聪明的投资者》里，格雷厄姆研究并且驳斥了很多预测市场的方法，反对按照某个公式或理论买进卖出，不管是道氏理论——他自己在《证券分析》里阐述的“中间价值理论”，还是其他什么理论。

他认为这些公式理论只是在回顾过往发现它们奏效的时候才有点用，比如说套用道氏理论的结果在 1938 年后很快就不奏效了，那时候华尔街重视这个理论才几年……在那之后 30 年，投资者只用买进和持有道琼斯工业平均指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数的股票就比用这个理论要好得多。

实践中的格雷厄姆

看格雷厄姆－纽曼公司的成功可以参考它的年度平均分配。粗略算来，如果1936年投资了1万美元，那么之后20年每年平均收益是2 100美元，最后还可以收回原来的1万美元。

这家公司同时运用了六条不同的投资策略：

1. 以比流动资产净值2/3或更低的价格买进股票，通常一次买进100多种不同的股票。

2. 买进正在进行清算的公司的股票，保证年回报率至少为20%以上的把握要有8成以上。

3. 风险套利：即买进某家公司股票，同时卖出与之合并的另一家公司的股票。

4. “可转换对冲”：买进可转换债券或优先股，同时短线卖出债券将要转成的普通股。这样可转换股应当接近对换平价，因此通过转换平仓抛售，损失也就少。普通股和可转换股之间差价越多，获利就越多。

5. 控制一家公司后，以低于其价值的价格售出，促成资产变现。

6. “对冲”投资：购买一家公司股票用长线投资，另一家用短线，这样就可以平衡。如果选择正确，买进的股票会上涨，短线卖出的会下跌，这样相对的市场活动就可以使投资者获益，不用顾及市场总体情况。

1939年之前，格雷厄姆－纽曼公司提出只有前面五条策略用得成功，才能继续下去。

从那以后，第二、三、四、五条策略，即参与兼并和清算，利用可转换股对冲，买进股票控制整个公司等，都已经相当专业化了，大多数投资者都不太可能操作。所以就只剩下第一条，即以比流动资产净值低的价格买进便宜股票，这对现在大多数的投资者都适用了，之后格雷厄姆又提出的两条也可以使用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆对北方管道公司（Northern Pipeline）股票的突然行动就是使用他策略的好例子。翻阅管道公司都需要填写的洲际商务委员会表格时，格雷厄姆发现北方管道每股的速动资产为 95 美元，而每股卖价只有 65 美元，在这个价位的收益是 9%。格雷厄姆的公司大量购进该公司的股份，想促使管道公司将不必要的资产分配给持股人。1928 年，他带着占该公司股份 38% 的委托书参加了年会，成为公司董事。在适当的时候，他说服公司每股付出 50 美元，剩下每股还有 50 美元，总价值为 100 美元，比他出的成本价 65 美元高出很多。这次交易堪称格雷厄姆策略的典型。他不在乎公司的行为也不看公司管理层的能力，只对被低估的资产有兴趣。用格雷厄姆的方法，如果公司经营不善，不得不出售或清算，反而更好，因为投资者可以更快获得回报。

1948 年，格雷厄姆－纽曼集团和纽曼与格雷厄姆公司（相伴成立的合伙公司）将其总资产的 1/4，即 72 万美元用于买进政府雇员保险公司（GEICO）一半的股份。GEICO 向政府雇员出售汽车保险，但总是直接通过邮件，没有代理机构。他们提供的保险率非常诱人，加上成本又低，经验表明这类司机也相对少出事故。

格雷厄姆公司持有 GEICO 股票的价值最后达到 5 亿美元！之后市场艰难时下跌，1977 年最低价时跌掉了最高值的 95%，之后又强力反弹。

除了 GEICO 持股这次，格雷厄姆从没有管理超过 2 000 万美元，以今天的标准就是几亿美元，以现在机构投资标准来看数目并不大。通过将股票获利的现金分配给他的持股人，他限制了公司的成长壮大，这是因为格雷厄姆不相信自己可以一次处理超过 2 000 万美元资产估值过低的情形。要是他让资金在公司积累，数目将相当可观，大概可以达到今天的 25 亿美元左右，而结果也可能会大不一样。

明确追随格雷厄姆的人也都一直控制管理资金的数目。但现在有了电脑处理数据服务和筛选工具，游戏玩起来更容易，但竞争也更激烈，利润也少了。

像大多数伟大的投资家一样，格雷厄姆在有必要时能够改变自己的观点。

他的《证券分析》给了爱钻研的投资者挖掘价值的工具。书中有各种各样的图表和公式，分行业解释了像存货周转率、营运资金比率、销售与产出

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

比率、营运利润率等一系列关键因素。这本书给投资者创建了一个系统，在那之前只有行业专家、运营管理层才懂，投资者一般都只凭印象。

但40年后，格雷厄姆的真理都成了每个人的真理，其他人想用他的方法制胜已不太可能。投资就像另一个竞争性游戏即战争一样。偶然会出现新技术横扫战场，比如机动士兵、机枪、坦克、雷达；等到另一方也开始使用，技术水平又趋于相等。同样，格雷厄姆的技巧在20世纪70年代之前就在投资业内广泛使用了，要想胜出就须有要新的“武器”。

在1976年的一次研讨会上，格雷厄姆的看法有了180度大转弯：

我现在不再推崇通过证券分析的精细技巧来寻找出色的机会了。在40年前，我与多德写的教科书刚出版时，这种方法还很有用；但现在已时过境迁了。那时候受过良好训练的证券分析师都能通过细致研究很专业地选择估值偏低的股票机会，但鉴于现在有这么多的研究分析，我很怀疑付出那么多努力是不是可以找到足够好的机会，是不是值得。

然后格雷厄姆给出了一个非常简单的办法，只用两个标准来找出便宜股票：

我的第一个也是比较有限的方法就是保证买进普通股票的价格比其运营资本值要低，或是比流动资产净值低，不需要看工厂和其他的固定资产，并且从流动资产中减去所有的负债值。这个方法广泛运用于管理投资基金，30多年里，通过这个方法我们获得的年平均收益大概为20%。但是在20世纪50年代中期以后，由于牛市来临，这样的买进机会就相当少见了。但在1973～1974年下跌以后，这样的机会又多了。1976年1月，我们统计过，在标准普尔公司《股票指南》上有100多只股票具备这样的机会，占总数的大约10%。我认为这是个系统投资的可靠办法，看的不是个股结果而是股市整体可预期的结果。

格雷厄姆说他的第二个方法其实理念和第一个方法是一致的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过看一个或几个简单的标准，买进一组股票，价格比它们的流动或内在价值要低。我的标准是过去一年内的收益率是所报告收益率的7倍的股票。也可以看其他指标，比如流动分红回报超过7%，账面价值是价格的120%等等。我们最近完成了在过去半个世纪，即1925～1975年间这些方法实际表现的评估。结果表明，在这么长时间里，每年的回报率都超过15%或更高，是道琼斯工业平均指数的两倍。我对这个方法有足够的信心，原因有三：第一，逻辑是正确的；第二，使用简单；第三，这是过去优秀表现的充分证明。其实归根结底是真正的投资者利用了投机公众的心理，因为他们经常一会儿过度乐观，一会儿又过度担忧。

1976年，格雷厄姆和同事统计完了1925年以来50年间使用购买便宜股票这条简单方法的应用结果，并把这些结果和他传统的标准一并列出：

标准一

买进股票的价格应该低于其流动资产净值的2/3，不算入固定资产且要减去所有的负债值，卖出时价格应该是流动资产净值的100%。

以下每个都给出了很好的结果：

标准二

1. 公司负债值一定要小于其价值，即债务有形股本比小于1，优先股也算做债务；

2. "收益率"（即市盈率的倒数）应该是AAA级债券普遍收益的两倍。一只股票以10倍其收益卖出的话，就有10%的收益率，如果以其5倍价格卖出，就有20%的收益率，以此类推。因此，如果AAA级债券收益是5%，你就可以买进收益率为10%的股票（即10倍其收益）。如果AAA级债券收益为10%，买进的股票应该有20%的收益率，且买进价不超过5倍其收益。

标准三

1. 公司负债值一定要小于其价值；

2. 分红收益应该不少于AAA级债券收益的2/3。因此，如果AAA级债券收益是6%，那么股票收益至少应该有4%。如果AAA级债券收益为9%，那么股票收益至少应该有6%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格雷厄姆和同事发现在50年里，遵循这三个标准中前两个而获得的股票平均年升值率为19%，还不包括分红和佣金，而道指只有3.5%（算进分红也就7.5%）。

结合第二和第三个标准，得出的结论也差不多，复合升值率为18.5%。

格雷厄姆终其一生发扬他最基本的第一条标准，并知道它的威力，因此1975～1976年时就没有重新计算了。

卖出的规则也很简单：

1. 股票上涨50%后卖出。
2. 如果没有达到标准一，两年后再卖。
3. 没有分红，马上卖出。
4. 收益跌得太惨，当前的市价比新的买进目标价格高50%时卖出。（也就是说将卖出规则1假设用到新买的股票中。）

买进规则假设买进穆迪和标准普尔指南上的所有合格的股票。按照格雷厄姆的简单原则，现在一个投资者会想要买进至少几十只股票，越多越好，尽管这样会有很多零星交易。个人偏好和主观考虑不应该影响这样的操作。只要投资者占了公司的上风，保证他的投资组合足够多样，即使偶尔犯错也不会有灾难性后果，即使他对所买股票的公司一无所知，也不会有什么坏处，甚至有可能是最好的情形。

到了晚年，格雷厄姆仍在试验投资的新方法，进一步简化他原来的方法。他会测试、反思这些技巧是否有用。

在1980年版的《投资大师》里，我写道：

> 他之前的一些同事现在都在用基于他观点得出的公式管理资金，但我却对他们的前景表示怀疑。现在每个人都随时可以用电脑回放，利用事后所了解的信息，推出公式，这样，至少到昨天为止，就可以很好地管理资金了。但这样的方法不适用于以后。任何公式都可能因为各种各样的事件而过时。随着越来越多人进来，水都蹚浑了，最后成功的反而不用任何公式了。
>
> 要是这个转变比“新格雷厄姆主义者”所预见的要早发生，我一点

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也不惊讶。世界上能确定的事情太少了。用目前已有的信息赚钱的简单、机械、又安全的方法肯定很快就会吸引相当多的追随者，投资时要猜测将来情况这一步也可以省了，很多人就直接相信这种方法。信的人多了，“格雷厄姆主义者”就需要在使用这些方法时作出妥协了：由于机会少了，买进时的价格不会是流动资产净值的2/3了，买进了资产净值的80%就应该满意了；买进时不一定是7倍收益率了，有时候得8倍等情况都会出现。很多明显的机会都被人抢走，市场虽然很高效，但却是有限的“高效”。这时候，老派、勤奋、受过《证券分析》这本强大的教材良好训练的分析师，凭借电脑的帮助就又可以派上用场了。这些分析师可以找到那些“新格雷厄姆主义者”发现不了的新机会，就像有雷达的水兵可以出海，而没有雷达的只能待在码头一样。就在格雷厄姆的这一派里，全面正统的格雷厄姆分析师将会比简单的“新格雷厄姆主义者”占有优势；而且在市场里，“价值”方法将会被用滥，因此增长只会在有机会的地方出现。

我在2000年写作本书时，真的看到了风水轮流转！成长股投资现在又回到了1972年时候的热潮。这样人们就可以预测下一轮机会应该是留给老派的价值分析师了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【第八章】

马克·莱特鲍恩：第一手知识



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

掌管着伦敦创世纪智利基金（Genesis Chile Fund）的马克·莱特鲍恩曾一度被誉为世界上在新兴市场投资的最成功的基金管理人，但他的操作风格却是正统派的。吉姆·罗杰斯总是在新兴国家的市场对外开放时第一个进驻，用这种特有的方法，他斩获颇丰；但是只能说他是方法制胜，他选择股票就不是那么成功了。如果罗杰斯喜欢这个国家，这里出售的股票他都买进；莱特鲍恩则不然，他对于选股非常挑剔。

所有伟大的投资家都有异国背景，尽管他们总试着掩盖自己外来者的身份。莱特鲍恩却从不掩盖。他很心安理得地保有自己文化上的安全感，从不掩饰，表里如一。他高个子，有点腼腆，粉红的脸颊，泛红的头发，非常彬彬有礼的英国绅士派头，谈吐文雅。他长得瘦高，稍微有点笨拙。吃的东西很清淡，通常一边吃一边喝水，每两个星期才喝一杯咖啡。他还特别能走路。我所认识的人中只有两个人说的话可以直接转录打印出来不需要任何修改，一个是C·罗斯科特·帕金森教授，一个就是莱特鲍恩。解释比较复杂的观点时，莱特鲍恩脸上浮现出朦胧的神情，然后就滔滔不绝地讲出非常精彩的句子，并辅以很多数据。他认真思考时总闭着眼睛，一动不动，还不时淡淡一笑。

莱特鲍恩1963年出生于伦敦，父亲是艺术学者；他就读于牛津大学的基督教会学院，在那儿研习法文和德文。之后他放弃了学术和艺术，开始投身于投资行业。他在伦敦的摩根建富（Morgan Grenfell）和邓普顿（Templeton）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

任职，在那他又受雇于新兴市场基金创世纪。

他经常去爱尔兰，他们家在那儿有幢乡间别墅。我问他怎么会在那儿有房产，他回答说他父亲家族里有爱尔兰血统，但其实还是因为他父亲在20世纪60年代在那儿买了幢房子安置他的几千册书。他父亲曾经当过维多利亚与阿尔伯特博物馆金属品分馆的馆长，写了一本关于皮埃罗·德拉·弗朗切斯卡的很精彩的书，现在正在写另一本关于克里维利的书。房子四周都是田野，附近的农场主只要有树就连根拔起。莱特鲍恩说："爱尔兰的森林覆盖率在欧洲是最低的，百分比是一位数。"然后他又笑着说："我有时候还想写写西玛斯·欧登多弗比的故事。"

智　　利

莱特鲍恩和我之前就认识，所以在他去创世纪工作之前，我和他讨论过智利。智利是个快乐的国度，由智慧又同质的混血人口组成，国土像是沿着南美西南海岸竖放的一根香蕉。那里的中产阶级富有活力，有闯劲。智利铜、农业、渔业和木材资源丰富，全国各地距离太平洋都不远，产品运输到港口很容易。除了美国，世界上很少有国家能像智利这样基本没有遭受侵略的危险。北部的沙漠和西部的安第斯山脉形成天然屏障，南部又是合恩角。跨过太平洋就是亚洲，那儿应该是21世纪增长最快的大陆。

阿兰德和皮诺切特带来的灾难本不该发生。阿兰德无权将智利变成另一个古巴。他带来了成千上万的古巴武装革命派，用在东欧巩固共产主义势力的办法接管了政府和大型企业。就像在阿根廷一样，在对抗马克思主义式的接管当中产生的军政府非常残暴。训练出来的士兵不是用来像警察一样文明地维持公民秩序的，而是用来进行狂暴屠杀的。很多激进分子莫名失踪。在皮诺切特执政期间，基本没有美国人愿意在智利投资。而在阿兰德执政时期，基本没有人敢在智利投资。但到皮诺切特准备下台时，在米尔顿·弗里德曼和阿诺德·哈伯格（不太有名但同样重要）教授还有"芝加哥青年"们的指导下，他已经把智利变成了一个自由的国家。智利的经济由此腾飞。在阿兰

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

德执政之前和当政时我就已经了解智利了，尽管在皮诺切特时期一直没有关注，但是毫不怀疑一旦皮诺切特下台，政治就会走上正轨，随之国外投资会加速涌入，一切都会重新兴旺起来。

因此，当我受邀管理创世纪智利基金时，我想只要智利政府给予满意的条件，我就接受这个职位。之后莱特鲍恩到了圣地亚哥，代表还在襁褓中的基金和智利当局进行了漫长的谈判。谈判最终获得成功。

智利公司学会不仅在国内发展繁荣，还积累了资本和技术去邻国秘鲁、阿根廷甚至巴西进行了成功的投资。所以从某种程度上来说，智利正成为南方共同市场的发展银行。(南方共同市场是指南美南方国家形成的早期的共同市场。)

莱特鲍恩喜欢旅行，不仅去智利，而且满世界跑。他和一般游客不一样，他经常不带行李。他旅行时的财物基本都放到一个大而结实的纸质或塑料购物袋里，通常是哈罗斯百货的袋子，当然有时候也换一换，换成其他有名百货商店的购物袋。他行李轻，航空公司也不能要他托运这样的东西，所以他从来没有行李丢失的经历。这样旅行的一大问题就是他成了所有伦敦公司大佬里最不注意穿着的代表；人们经常看他穿着磨损的胶底鞋、卡其裤、皱巴巴的衬衫，但很快和他交谈的人都不会留意他的衣着。他的常胜纪录和公司资本要比光鲜的衣着有说服力得多。(几年前有个失实的谣言，说他出售某只股票把圣地亚哥股票交易所停摆了。) 在那些不被人注意的地方，比如落后的斯里兰卡、墨西哥丛林、柬埔寨，莱特鲍恩的投资收益还很不错。

找对公司

马克·莱特鲍恩分析任何一家公司的第一步是基于该公司当前的股票市值计算其价值，采用包括债务和不包括债务两种算法。然后将算出的总数与其他类似公司的数值以及你自己对于该公司真值（不是市值）的评价分别进行比较。也就是说，与其实际价值相比，一家公司在市场上卖出的价格是多少。如果对于比较的结果满意，就可以设定一个有吸引力的价格区间开始

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买。

要计算真实价值，莱特鲍恩使用了多种工具。首先，确定企业产生的自由现金流。有两种方法，第一是把净收益、折旧价和分期偿还款相加——这也是现金流的常规定义——然后减去公司保证经营所需的开支。

第二种计算自由现金流的方法在莱特鲍恩看来更好，即将运营收益加上折旧价和分期偿还款，然后减去公司保证预期增长率所需的工厂设备和额外的运营资本。通过这种计算方法可以看出企业是能够为股东创造现金，还是需要新的资本注入来保证增长，也可以看出增加的现金再投资后的回报率。

其次，马克·莱特鲍恩认为所有公司的目标都是创造经济上的商誉。他将其定义为卖出时投资者可获得的比投资资金多出的数额。总之就是如果投资 1 美元，是否卖出的价格可以达到 1.5 美元、2 美元或是 3 美元呢?

再次，是确定公司会在哪个阶段产生附加值。哪些活动、决策、市场会产生附加值。通过这个标准可以看出公司利润率的持久性，也可以看出那些保证公司利润的因素能够持续多久。

莱特鲍恩认为的理想情况是公司基本不需要新增现金也可以发展，就是公司可以将现金返还给股东用于其他方面的扩张。

同时，他也看重可以创造较高新增投资资本回报率的管理层。

莱特鲍恩说他要找的管理层不仅只经营海运业务，而是应该经营多种运输业务。(我认为这是个很敏感的话题，因为从 20 世纪中叶以来，我的祖辈经营的白钻石航运，就将剪刀和包裹从波士顿出口；但很可惜，白钻石航运没有转用汽船，更不用说在时机成熟时扩张航空业务了。) 我们可以以拉扎德 (Lazard Frères)、基德尔－皮博迪 (Kidder, Peabody & Co.) 这些贸易公司为例，它们后来都转变成了重要的投资银行，在英格兰也叫商业银行。(几乎所有的商业银行开始都是商人；像通用电气现在基本就是个银行了，机会到哪儿它就跟到哪儿。)

当问到一个成功适应时代变化的例子时，莱特鲍恩给出了太古集团 (Swire)，这个公司是老牌的远东贸易和海运公司，并购了国泰航空，将老工厂大规模改造成公寓，并且还涉足其他服务业。

随着世界的变迁，一家公司如果不能预见到自身将来的业务走向，很有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能会停滞不前。也就是说，投资者考量一家公司时，应该看其如何通过捕捉并适应市场变化从而提升自身竞争力。

投资者也应该考虑管理层的智慧与能力。要保证经理们不是自欺欺人，而是实事求是看问题；不对变化的市场或竞争对手抱有幻想。他们如果连变化都没有看清，就不可能对变化采取有效的应对措施。

找对国家

1. 优质的公司是投资的基础，但在评估一个有投资前景的国家时，莱特鲍恩总要看总统和议会是不是站在一条线上。比如说梅内姆在刚刚当选阿根廷总统时，决心把经济从庇隆派的掌控和限制政策中解放出来，同时他又控制了持同样看法的国会。有了经济结构性改革的好办法还不够，实施这些想法的个人必须有坚实的政治支撑。

2. 拥有丰富自然资源的国家发展也一定能持续发展。因为这些国家会把精力放在开采和重新分配已有资源而不是集中力量创造新财富上。

这和大家对于自然资源的普遍看法背道而驰，值得我们深思。我问了莱特鲍恩关于智利这个国家的情况。我知道这个国家资源非常丰富，比如铜、森林资源、渔业和农业等等。他回答说智利这几年发展最快的领域不在自然资源这一块。我自己对这个看法添加的脚注是如果公司充分利用了国家的相对优势——很多时候说白了就是人力——就很容易成功。日本没有自然资源经济却依然强大，印度东南部因为发展软件编程工业而经济腾飞。相反，古巴却集中力量种植甘蔗。

参观现在位于叙利亚的帕尔米拉古代沙漠贸易中心，看到壮观的庙宇和纪念碑，莱特鲍恩想到，贸易才是通向财富的道路，不是生产，尤其不是农业生产。

3. 一个国家的变化因子一定来自于已有的政治组织，但一定是与传统政策大不相同的。这个见解很深刻，可以拿阿根廷做例子：梅内姆曾经是庇隆派的，他认识到了那些教条的破产。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

梅内姆的当选颇具戏剧性。这位主张自由经济的候选人主张阿根廷应该加入现代世界，平衡公共账目，政商分离，解除管制，进行私有化。梅内姆当时是代表庇隆党的候选人，而庇隆党恰恰是推行反动倒退政策的政党，竞选之时，他到处奔走呼号："为我投票！"但是当选之后他推行的政策却是完全和对手党一致的。

4. 这些有优良投资机会的国家，其人民愿意存款和再投资，而不是花钱买更多的奔驰车。莱特鲍恩以20世纪80年代的智利为例，这个国家当时享有很大的贸易顺差，而事实上在他看来就是国家存款的一种形式。

5. 这些国家的教育水平应该比较高。人们应该有信心找到更好的解决问题的方法，并且足够自信地将这些方法付诸实施，这就得有足够的受教育人群。没有截然不同的民族种群是个很大的优势，这更容易朝着共同的目标前进而没有内部争斗。

6. 莱特鲍恩说："应当有刺激和引导国内储蓄的机制，这样就可以避免太过依赖'外来人'的好心来为经济增长提供资金支持。"发展中国家需要高储蓄和投资率来建设高速公路、地铁、机场、下水管道和发电厂等等。由于这些基础设施我们的先辈们已为我们建好，现在我们总是认为它们的存在理所当然。

7. 允许资本运作的体制应该已经到位，不管这一体制有多原始，总比从头建起要强。比方说，一定要有银行体系，至少知道如何利用存款，有信用分析能力，哪怕这些方面尚不成熟。行得通的法律体系也应该早就建好。

在我尚不掌握确切信息的时候，我问了莱特鲍恩有关一些投资家在东欧（有段时间也在俄罗斯）买票券大获成功的事情。他说当时俄罗斯体系还很原始的时候，票券事实上就是在索取公司总利润排成的长队里买个位置，因为那时候还不清楚谁将会是那些企业的最终所有者，从西方所有权的观点来看，就是不知道谁会控制现金流。

股票交易体系必须存在，这样才有可能投资成功。莱特鲍恩认为，与寻求具体的法律体系同样重要的是，投资者也在寻求一种文化，这种文化认为资本的提供方有权获得相应的收益，并且应当被看做企业的合伙人，即使其投资人的角色不如其他人那么重要。这种文化也应该接受企业家精神，将其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

看成复杂又富创造性的活动，在此活动中的相关各方应分享利益。

8. 在有利于投资的国家，政府不应该插手商业事务。政府不应该直接经营企业，强行控制价格，指导企业如何获得资本或是招募劳动力。所有这些做法都会与基本原则相悖，原则上，今后的做法应该比现在要好，这样才能提高生产力，创造新财富。

9. 莱特鲍恩用的另一条标准是这个国家应该有较低又稳定的税率。政府应该激励人们保留利润进行再投资，但同时政府不应该给非理性投资提供动力，以致带来工厂布局错位和行业扭曲发展。他认为，快速发展的经济体比成熟经济体更适宜低税率，因为成熟经济体内的低税率会给资本错位提供动力。

10. 应该放开对劳动力的管制，因为只有这样才有可能以人们创造的生产力为标准支付薪水，而不是按照他们获得的法律特权，通常这些特权对个人有利，但却无助于公司或整个经济体。

11. 所有这些标准其实都在告诉我们投资者应该等到有正确理念并且有能力将这些理念付诸实施的人当权执政。比方说，他们采取的措施应该能在一定时间比如 3 年之内提高人民的生活水平，这样的话，一个领袖的改革才能真正深入人心。想要实现这些政策改革的领导人应该有足够的政治技巧来向人们解释改革的好处，这样才能抵制一些因为改革受损失的特殊利益集团或来自工会的抱怨与反对。只要政策能够很好地得以执行，政府是何种形式并不重要，但是政府应该保证其政策有 10 年左右的连续性。

莱特鲍恩认为非洲要实现令人满意的经济发展还需要很长时间。人们需要从最基本的生存境况进入现代社会，可这条路上的障碍却在不断增多。非洲很多国家的生意都是家庭作坊式，或者部落经营的，这完全阻碍了稳定的基础设施建设和资本积累。

我这里想指出家庭在经济发展中的矛盾作用。有些国家，比如希腊，家庭观念非常强。这是好事，因为家庭是社会的基本构成单位，家庭观念淡薄不利于培养后代。但在希腊这样的国家里建大公司特别困难。那儿的人不会说："我是 IBM 的雇员。"他们只说自己是某某家庭的成员，对受雇公司的忠诚总比不上对家庭的忠诚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱特鲍恩说："社会之所以会发展繁荣是因为它们看到了合作的优势。"人们必须舍弃那种什么都抓得紧紧的小农心态。不能相互信任就不可能共担风险，企业家精神的创造性的一面就被扼杀了。拉丁美洲国家都没有学会盎格鲁－撒克逊人折中的窍门，因此总是采取很极端的措施，甚至革命。对立的双方都认为自己100%正确，而不是90%正确。

还有些国家的心态也让投资者很困惑。比如说缅甸，路边告示牌上打广告的都是些很奇怪的服务。莱特鲍恩发现那儿的人觉得命运已定，人力无可影响。这是佛教，从某种程度也是印度教的特征。"如果对待问题的普遍方法是求助于宗教或是酗酒而不是努力携手解决问题，那投资者是看不到什么前景的。"

我在前面提到过吉姆·罗杰斯说要在一个国家刚刚开放对外投资业务的时候抢先行动的方法。莱特鲍恩经常去秘鲁，给我讲了罗杰斯在那儿的经历。说他有天跳上摩托车去证券交易所，问有没有说英文的股票经纪人。前秘鲁国家奥林匹克篮球队的一位75岁的老人说英语，罗杰斯把他叫过来就开始证券操作了。（这个经纪人还记得1936年奥运会上杰斯·欧文斯跑步夺冠时，希特勒因为看到非雅利安人夺冠，脸上恼羞成怒的表情。）

乘着大巴看世界

莱特鲍恩说很多作不了全面公司分析的投资者都依赖政策猜想，因为这要容易得多。通常他们问的问题根本找不到答案，因此浪费了大把时间观察杯中的茶叶是如何旋转的，却总也找不出个规律。

投资者一定要亲力亲为，眼见为实，莱特鲍恩就说到自己在委内瑞拉的经历。"有次我去参观一家做调节阀门的公司。这家公司业务还不错，因为石油行业里阀门坏了总要换。这家公司产品质量很好，但是产品工艺却不是很复杂。我到加拉加斯东面跑了几百英里见到了创立这家公司现在也在卖阀门的人。工厂400码开外，我们在工业开发区里看到了一座漂亮的新大楼，后来才发现我们的主人居然在他出售阀门的工厂旁边就建了一家新阀门工厂做竞争对手。这种情况下，老工厂表现不尽如人意也就不奇怪了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

莱特鲍恩建议说要想知道事情的原委，就应该乘着公共交通在你感兴趣的国家里到处转转。在首都的高级饭店里待 3 天和股票经纪人谈话没办法获得实在的看法；相反，到乡村和地方城市里探探消息比关注最新的民意调查有用得多。到处走走让你知道这个国家各个部分的心态有何不同，它们之间是如何互动的。

莱特鲍恩说他最不舒服的一晚上是在中国昆明郊外缅甸路的长途车上。"车在颠簸的路上行驶时，坐车尾就特别难受，我还在车尾挣扎着睡觉。第二天我们开到了一个山谷里，有很多小庙宇，周围是松树林。一个和尚非常热情，坚持要和我聊天，把中饭也分了我一半。有中饭已经不错了，但那其实就是一个煮熟的土豆。和尚师傅觉得投资业非常好玩好笑。"

就算这样，莱特鲍恩还是很享受旅行，根本不在意旅途的恶劣条件。他说："那些地方是什么样就是什么样，但是要善于发现好的一面和那儿有意思的人。去非洲还抱怨那儿不像伦敦，这没有任何意义。但是还是有些条件异常艰苦的，比如玻利维亚和哈萨克斯坦。"

我发现莱特鲍恩描述的那个过程很像打仗时候的情报收集，分析师研究目标国家的运输状况，关注足球比赛得分，然后把散乱的信息拼凑起来得出全貌。

"确实，很多国外的人说阿根廷物价太高，东西必须降价。但这只是布宜诺斯艾利斯的情形，其他地方城市物价要比首都低 1/3 到一半。知道这点就会对这个国家的经济竞争力有不同看法了。阿根廷的布宜诺斯艾利斯就像中国的香港，是个连接内陆地区的收费站，东西从那儿进进出出。"巴拉圭亚松森街头巨大的广告牌上之前挂的万宝路广告，被忽然冒出来的标语盖掉，上面写着"反对贿赂"和"谴责腐败!"，你只要数数有多少带栅栏和德国牧羊犬的大石头房子，就知道这些训诫当不了真。看看印度街头各种各样的交通工具，骆驼、牛车和汽车，就知道印度不是只有他们大肆鼓吹的"两亿强大的"中产阶级。你所看到的、听到的很可能是政客在迎合另一个选民群体。孟买的企业家可能支持一个工程，但那不会怎么影响国家政策。印度国内发展不均，分配也不均。这些事实真相与游客去新德里和几个股票经纪人聊聊天获得的简单印象完全不同。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

政　客

莱特鲍恩说："应该去看看一个国家政治领袖的演讲，打量评价一下这个人。很快你就会切实知道这个人有多大的信念，是不是积极回应问题。"我也跟他说起一次经历，我有次和列别德将军一起拜访一个法国空军司令，接过一小杯波特酒时，列别德将军的反应就很糟糕。法国空军司令先兴奋地问："是白兰地?"然后拿出一瓶酒，一个大玻璃酒杯，接着倒了满满一杯酒，说："这样更好，这样更好！我们还是不一样，空军飞过来扔完炸弹就回家，而我会背着降落伞往下跳，嗒嗒嗒嗒，杀光敌人！哈哈哈！"反正在他边上可不得安生。

投资者要看一个国家的政治领导人是不是真正认为你相信的东西对商界很重要，搞清楚领导人有哪些成见，这样才能估计他们对于外部冲击和环境变化可能会作出什么回应。我很同意这点，记得有次听巴西左翼总统候选人卢拉说话，注意到他少了一根手指，很有可能是工伤。华尔街那些滔滔不绝的人都没注意到这点。我感觉他就是个典型的信仰坚定的工会领袖，除了他作为政治家和外国投资者朋友这两个身份，这个身份归类也很重要。莱特鲍恩说："有些分析师出席世故的社交场合，在晚宴派对上活动。他们可能认识一些重要人物，也可能得知昨天晚上他们说了什么，但根据这样得来的信息根本无法得出全面的结论。他们太注重眼前关切的事情，以至于全然忘了要全面掌握商界的环境，对预期作出评价。"

距离产生美

莱特鲍恩认为，要改革一个国家，如果这个国家的规模便于管理就会容易得多。所以，应该选韩国而不是中国，匈牙利而不是俄罗斯，阿根廷而不是巴西。投资者往往被大国的广阔前景所吸引，却无法适应改革如此多人口的复杂情况，也应付不了国家内部各权力中心间的政治竞争；地方官员有时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

候不愿意跟着中央政府走。

他指出投资者应该考察公共基础设施是不是跟得上经济的发展，路有多宽，机场有多大等等。比如说 20 世纪 80 年代末期的智利，有些地区机场从 20 世纪五六十年代开始就没有获得过公共支出的任何拨款。

找对公司

“当然，投资者和公司管理层谈话是必不可少的。多数高管在多数情况下会说实话，只要问题比较客观。投资者应该好好倾听。而且还应该问问公司的支持者们，如银行家或者股票经纪人，问问他们这个公司的所有人和经理们声誉怎么样，比如问‘他们为人坦率吗?’要了解一个公司或部门，就要和处理私人资产业务的人聊一聊，他们知道很多财务人员不知道的关于公司及其竞争对手的信息，不论公司上市没上市。”要了解某一个公司，就得从上到下：和所有人、经理、车间工人都聊一聊，最主要是广撒网获得尽可能多的信息。投资的诀窍就在于把信息碎片整理成一幅完整的图景，通常需要有一段时间跨度的图景。

通常在新兴市场，一些业务比大多数业务利润率高，所以就建议投资者密切关注那些领域。比如，只要管理得力，个人银行业务就很诱人。只要政府埋单，专业技术出版行业也不错。地方机场往往是大有“钱”途的“收费站”，品牌制药行业通常很不错，啤酒酿造、瓶装软饮料行业也很好。养老基金管理也是非常好的行业。

一直比较困难的行业包括钢铁行业，因为固定成本太高，工厂要全负荷运转才能兴旺，而这又受制于价格压力，且钢铁工厂要吸收大量资本。农业，包括家禽养殖也是非常难经营的。农民既不能控制产出也不能控制价格，通常政府会支持保护弱小生产商，扭曲了价格结构。而纺织业和制鞋业里似乎总是有人（通常是远东人）提供价格更低廉的产品。

投资者应该注意公司的“市场控制力”，因为这影响定价能力。处于支配地位的生产商可以以对他们有利的方式塑造和引导市场。比如占据 70% 市场

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的瓶装软饮料公司就可以引进新口味、新包装，凭借已有的庞大顾客群体再占据新市场。

信息来源

我问莱特鲍恩什么样的二手资源有用：问公司的竞争对手有用吗？他回答说：“没用。我试过，每次都发现从竞争对手那儿获取有用信息非常困难。”

那问销售员一些关键问题呢？比如如果不在这儿工作，你会想在哪儿工作？莱特鲍恩说：“这问题不错，但我还是觉得认识公司的资本所有者，还有经理们最有用。资本所有者的问题和其他投资者的问题是一样的：如何评估公司的表现，还有管理层的表现？”

“投资者应该仔细关注公司是如何在国内推出新产品的。如果在很偏僻的地方都可以找到他们的产品，基本可以断言公司的销售策略很周全。比如，奎梅斯（Quilmes）啤酒进驻智利时，我在偏远乡村都看得到他们的啤酒，这就是品牌渗透力强的绝佳例子。”

我提醒莱特鲍恩我们共同经历过的一件事情。那时候我们和他的创世纪基金的其他几位经理一起旅游，在一个海边小镇参观了一家我们感兴趣的超市公司。我们看了整个店铺，还有路对面竞争对手的店铺。上了大巴车后，我问一行人有没有一种商品在两家超市里都没有竞争对手。那就是金霸王电池。

我们后来参观了布宜诺斯艾利斯的菲利普·莫里斯公司。工厂从外观上看起来明显要高于其市值，通过如此简单的观察，你就可以不费吹灰之力地获取其商誉、市场份额和品牌实力等重要信息。后来该公司的股价涨了25倍。

“阅读你感兴趣地方的几份报纸很重要。报纸上反映了当地对于自身的认识；信息量很大，不仅可以读到他们报道的内容，也可以发现报纸没有涉及的内容。看广告就知道哪些公司在卖哪些产品，可以知道市场的成熟程度，了解当地流行的社会、经济、政治主张。我去每个国家都读两三份报纸。”我问他有哪些具体的报纸推荐，莱特鲍恩笑了笑，说有些名气的报纸，比如斯

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

里兰卡的《岛报》（*The Island*）、《印度》（*Hindu*）、《印度时报》（*Times of India*）、《布宜诺斯艾利斯先驱报》（*Buenos Aires Herald*）和秘鲁的《商报》（*El Comercio*）等等。

莱特鲍恩如何买股

莱特鲍恩刚刚在智利定居下来准备买股票时注意到，圣地亚哥街头往餐馆甚至是办公楼送可口可乐的卡车到处跑。他知道国家兴旺发展时软饮料卖得很快。他在圣地亚哥调查了餐桌上不同群体各个年龄层次的瓶装饮料消费者，发现可乐消费很普遍，并且随着经济增长工资上涨，销售量还会上升。他问当地的可乐灌装公司安迪纳（Andina）有没有上市，后来发现它确实是圣地亚哥股票交易所的上市公司。他看了公司的年报，安排了一次参观。在装瓶车间一层一个简陋却实用的办公室里见到了公司的总经理——欧洛希奥·佩雷斯·科塔普斯。这位经理看到有外来投资者对他的公司感兴趣很高兴，把公司该如何发展的计划和想法说了个遍。他预期销售量每年会增长10%，工厂生产上去之后利润率会增长得更多。同时价格也有望上涨。预计10%的销量增长应该可以转化成年利润增长20%。

安迪纳的股票价格那时候每股19比索，是净利润的4倍，现金流的两倍。之后三四年都有望一直涨，只要不发生大的意外，可以涨到10倍利润。但怎么能实现呢？百事公司已经进驻，但也只占据了市场12%的份额，垄断酿酒公司CCU也占据了软饮料市场的1/4。（这些数据之后就开始萎缩。）但是到那时为止，占支配地位的还是安迪纳公司，份额超过60%（现在超过70%）。

莱特鲍恩第一次买进安迪纳是每股19比索。他当地的经纪人从未经历过国家发展后软饮料消费的激增，当时并不主张他买进；况且当时可口可乐和百事可乐在打广告战，这也给他敲响警钟。但莱特鲍恩在其他国家经历过这样的增长，他断言对这种情况，只要认定三条就够了：销售量会增长，利润率会提高，价格正合适。所以他信心满满地买进。他购进了价值100万美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的股票，占公司的5%。

最后这些都实现了。一点一点地，安迪纳增加了销售量，不仅是可乐，还引进了新品种，主要是果汁和新包装。公司在纽约股票交易所上市，并且收购了占据里约热内卢市场的“清醒”饮料公司。果汁业务比软饮料增长更快。在我写作本书时，莱特鲍恩的100万美元（他之后一直持有），现在值7 000万美元，且走势还很强。

莱特鲍恩也讲到他成功投资啤酒酿造公司奎梅斯的故事。这家酿造公司从一家业务混杂的大公司独立出来以后，想在卢森堡上市，就用法语写就公司简介。没有用担保人，也没有大肆宣传。莱特鲍恩很喜欢这种不事张扬的公司。上市后的价格十分公允实在。销售量增长很快，利润率也在上涨，加之那时刚刚撤销对啤酒价格的管制。公司以年销售量1/3的价值在市场资本化。股票分割后，以0.8美元每股开始交易。后来涨了15倍，涨到每股11美元，这时候是以年销售量的1.3倍得以资本化。

在调查巴西边境附近玻利维亚东部的圣克鲁斯地区的公司时，莱特鲍恩发现当地酒店里，外国人的住宿收费是当地人的两倍。很多玻利维亚人在室内都戴着墨镜，颈上戴着金链子。看到他考察的公司给的报告数据里满是漏洞，他也很是困惑。数字加起来反正不对。后来他才意识到公司的出口业务只有小部分是通过合法渠道做的。大部分货物都是那些戴墨镜和金链子的“兄弟们”走私出境的，他们付给海关官员一小笔赏钱，要他们不要多管闲事。这样，公司就有三套账目，平常两套，一套用来税收，一套给股东看，还有一套才是这些暗中非法活动的记录。

莱特鲍恩说：“投资者需要不断比较自己已有的成见和新发现的事实，看是不是需要调整。”我说这就像科学方法，首先给出假设，然后检验，根据结果改进，然后再检验。他回答说：“这个模型总是不完整的，它总在演变发展，因此要注意看模型各个组成部分有没有重新组合。还有就是问题的来源，很少有人会和外国投资者想的一样；在当地有基金的人可能会同外国投资者有类似的想法，但是股票经纪人和银行家又有他们不同的关切和内部取向。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建　议

莱特鲍恩强调，新兴市场投资最终的战利品是中型企业，这些企业在经济体内有牢固的位置，正成长为大公司，通过协调增长和自由现金流的明智分配，最终会成为地区或世界级的公司。找到这些公司，比如说另一个安迪纳公司，一直持有，这样就会大有斩获。所以不要花太多时间找些微不足道的机会。

投资者应该研究要进入公司运营圈会有哪些障碍，评估这些障碍会不会一直都有。这样就会有个问题：为什么公司发展不错？是因为时机很好？还是做了些其他人赶不上的事？这在新兴市场尤其重要。投资者经常会遇到市场份额很大、行业也很诱人的公司，但必须要看这是由于公司的反应迅速和活力，还是仅仅因为强大的竞争对手（尤其是大跨国公司）还没有进驻。跨国公司进来后这些公司的利润率又将如何？

耐性是优秀投资家的核心品质。只要公司一直兴旺就不用担心股价不涨。这个心态就解释了莱特鲍恩管理股票的一个特征：他每年的周转率只有15%，非常低。

2000年初，莱特鲍恩说能够在欧洲市场以4%借贷的大跨国公司，如果在新兴市场收购的公司回报率能达到9%，他们就会很满意了。这比在同一市场当地股民所要求的回报率要低得多。所以如果你买进的优良公司有可能被收购，那你就坐等着大跨国公司来出价吧，然后你的资金就能翻个两三番了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【第九章】

约翰·聂夫：全面的便宜货猎手



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

金融专业人士会选择什么人管理他们的资金呢？

这么多年来，有一个人给的答案是很多非专业人士不会认可的：他就是宾州伯温的约翰·聂夫。因为谦逊低调，貌不惊人，他在投资圈外少有人知。他的外貌、举止和华尔街上那些成功自信的人士完全不同，他看起来就是中西部的高管：在市郊不远处有幢漂亮房子，有位结婚30多年的太太，穿着朴素、老式还有点凌乱的衣服；没有装饰豪华的办公室，只有一间像大学系主任那样杂乱无章、满地是纸的书斋。他不上报纸，更不用说八卦版了。主流社会根本没听说过他，但他却是美国最杰出的金融人物之一。

从1964年6月30日到1995年12月31日，约翰·聂夫掌管先锋温莎基金（Vanguard Windsor Fund）31年。他退休时，基金年复合回报率为14.8%。在他掌管那段时间里，投入标准普尔500的1万美元回报为24.8万美元；同样一笔钱在温莎基金的回报要高一倍多，达到58.7万美元。这么一年年过来，温莎应该位列所有基金中表现最好的前5%。这绝非偶然。

格雷厄姆的追随者

聂夫看重“价值”。他只会在股价低廉、股票市场暂时表现不佳时买进；他卖出的时机也总不会错，那就是，按照他的标准：股价已经够高并且在市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场表现强劲。他买进的股票都不出彩，用他自己的话说就是"遭人误解又毫不起眼"的股票，卖出时市场已经到顶，股价也涨到或超过公允价值。在这方面他是一流的反向投资家，也是个地地道道的"新格雷厄姆主义者"。

聂夫和他同侪不同之处在于他对收入的坚持。他认为市场经常因为成长的前景而付高价，但成长股有两个缺陷：第一，成长股"死亡率"高，这些成长股被市场承认后增长通常不能持久；第二，投资者完全可以从另一个成长较缓但支付高红利的公司那儿获取更好的总回报。

聂夫是这么论证的：假设你在 1 月 1 日买进一只收益及股价将一年增值 15% 的股票，但所有的自由现金都要用做再投资维系这种成长，这样你基本就没有收入。12 月 31 日，你才有望通过资本收益赚 15%。相反，假设你买进的股票成长速度慢很多，比如 10%，但由于收益不必用于再投资以维系高成长，所以该股票可以付比较优厚的红利，比如 5%。这样到年末你的收益也是 15%，一部分是因为股票通过收益增值上涨了 10%，另一部分是你已经将 5% 的红利收入囊中了。

这些策略哪个更好呢？聂夫坚信后者更好，并且更可靠。

基金经理考虑税收、注重增长的部分原因是直到最近投资人通常都只用资本升值来衡量投资进展。只有在市场受机构投资者支配后，总回报才成为衡量标准。投资者在评估自己的投资组合时，喜欢看到大量的资本收益，较少注意到他还没有入账的收入，机构投资者却很清楚他们失掉的那部分收入。

聂夫被认为是后来"成长与收入学派"的掌门人。大萧条的 1931 年，他出生于俄亥俄州托莱多郊外的华西奥。父母在 1934 年离婚，母亲后来改嫁给一个石油企业家，全家搬到密歇根州，后来又搬到得克萨斯州。聂夫在科珀斯克里斯蒂上高中，他一直勤工俭学，对学业没多大兴趣，成绩一般。他在同学间也不太受欢迎。毕业后，聂夫在各种各样的工厂工作过，其中有一家是做自动唱机的。这时候，他亲生父亲工业设备供应的生意做得很红火，邀聂夫和他一起做。聂夫后来发现这段经历很有益，他说父亲教会他关注价格是很重要的。父亲喜欢说："一分钱一分货。"

后来聂夫在海军服役了两年，在那儿学徒成了航空电子技术员。一退伍他就下决心要完成学业，因此在托莱多大学注册学习产业营销。在那里，他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的兴趣被充分调动起来，以优异成绩毕业。他上公司财务和投资学两门课的时候找到了自己的职业归属，他之前一直认为金融业只是给常春藤名校毕业生预留的。还在托莱多大学上学时他就娶了当地人莉莉·图拉克为妻。那时候托莱多大学金融系主任是悉尼·罗宾斯，他是个非常能干的投资学专家，当时被委以重任，负责更新修正格雷厄姆和多德那本著名的《证券分析》。所以从一开始，聂夫就接触到了投资价值理论，这种理论比成长和定性方法更容易量化，也更好教授。后来他在华盛顿天主教大学上夜校获得银行与金融学的硕士学位。

之后聂夫成了克利夫兰国民城市银行（Cleveland's National City Bank）的证券分析师，在那儿一待就是八年半，当上了银行信托部研究主管。但作为格雷厄姆和多德的追随者，他坚信最好的投资总是最少人理解的，因此他总是和信托委员会的人发生意见冲突，委员会偏好以名号大的股票安抚顾客，尽管可能赚不了那么多钱。[①] 聂夫的老师阿特·波纳斯是个彻头彻尾的市场原教旨主义者，他坚持认为投资成功的关键就是比其他人挖得更深，并且不断检验数据。他说，一旦下定决心就要坚持自我，最重要的是有耐性。聂夫继承了这种投资风格，而且还很奏效。

1963 年，从克利夫兰国民城市银行出来后，聂夫去了费城的威灵顿管理公司（Wellington Management）。（取这个名字是因为其创立者认为这位铁公爵的名字听起来强健可靠。）一年后的 1964 年，他当上了 6 年前创建的威灵顿旗下温莎基金的经理（这是个非常亲英的名号）。

在温莎基金，聂夫有 4 个下属，当然他也可以调用波士顿母公司的 18 个分析师。他的薪酬达到 7 位数，其中还包括激励奖金。他在个人生活方面秉承的也是买股票时的理念。房子里装修很简单，只有一个网球场，每个周六他都痛快地打一场。他喜欢谈论买到的便宜东西或衣服；他的鞋和衣服都是在折扣店里买的。他坐在一张摇摇晃晃的椅子上办公，要挂电话时总说句亲切的“好嘞”。聂夫说他喜欢读历史书，尤其是欧洲历史，还喜欢旅游。

聂夫宽阔的脸庞上写着坚定和幽默，下巴大大的，嘴比较阔，嘴角微扬。

---

① 如果顾客可以理解的话，最好的做法是买进那些少有人知却很优秀的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他天庭很高，一头银发，小鼻子上架一副金属边框的眼镜。他声音低沉，带着美国中西部口音。白衬衣口袋里别着笔，穿着多色菱形图案的袜子。

有时他这种俭朴的生活方式还会带来投资机会。有次他在分析一家叫伯灵顿服装公司的股票，叫妻子和女儿去这家连锁折扣店实地看看；回来买了3件外套还说很值，聂夫听着不错，就买了这家公司的50万股股票。

买福特汽车股票的情形也差不多。那时候金牛座（Taurus）车型刚问世，聂夫对车和公司都非常感兴趣。他在分析福特的投资优势时说，公司债务很少，现金达90亿美元；福特和通用汽车的管理层天差地别。通用的人很傲慢，福特的管理人却像老乡似的，知道如何控制成本，不事张扬。总裁和流水线上的工人一起吃饭，知道他们在想什么。福特流水线工人一年的福利有几千美元，通用的工人基本没有。聂夫在1984年初开始重仓持有福特，那时人们对汽车制造商的普遍失望把股价拉低到每股12美元，即收益的2.5倍。一年内他就以平均价不足14美元购进了1 230万股。3年后股票涨到每股50美元，给温莎基金带来的利润有差不多5亿美元。

聂夫说证券分析师讨论汽车行业时，喜欢猜测下一年的汽车销量，隔几个月就要改变预测使之与现实情况一致。他们基本不谈卡车。但是福特和克莱斯勒从卡车、小型货车和SUV获得的利润要比轿车多。聂夫认为2/3的福特卡车都卖给了个人而不是企业。年轻人，尤其是西南部的，喜欢买皮卡车。美国制造商占据了国内卡车市场的85%，日本在这个市场没什么竞争优势，因为日本国内卡车不像美国这么普遍，缺乏足够的国内市场作为发展出口的基础。

1980年，宾夕法尼亚大学邀请聂夫管理他们的捐赠基金。这个基金在之前10年是94个大学基金里表现最差的。聂夫重组了投资，按他的风格买进了一些低调、不张扬、少为人知且便宜的股票。有些理事反对他这种方式，敦促他买进那些多数投资者看好的股票。当然这正可以解释为什么之前这基金表现那么糟糕了。聂夫不顾这些敦促，坚持自己的投资理念，之后10年宾夕法尼亚大学基金一跃挤进所有同类基金里表现最好的5%。

聂夫和其他伟大的投资家有两个共同特点：他也是小时候穷，现在工作非常努力。聂夫的继父事业总是不顺遂，整个家庭也似乎总是在挣扎。他说很早就下定决心等时机到了就要好好经营。他每周工作60～70个小时，周末

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都要工作15个小时。他在办公室工作全神贯注，也要求下属努力工作。当发现工作没做好，他会非常严厉苛刻。但是另一方面他也邀请下属参与决策，对此下属总是很乐意。

因为聂夫比较保守的投资方式，牛市时他的基金跑不过市场就不奇怪了，但是在市场走弱时，他的基金跌得也比较慢。

聂夫指出，管理大型基金执行力很重要。优秀的经理动作迅速，尤其是在利空抛售时。当银行投资遭遇不利时，担责任的经理最不愿意在信托委员会面前说自己投资失误。(如果投资损失，那可能还有投资受益人找你麻烦。）聂夫不用应付这些委员会；另外，因为他和其他投资者寻求的发展机会总是不同，他看到的股市异变几乎不会和大批投资者出市同时出现；因此，他进出股市都没有什么人注意。

他认可集中持有几个行业的股票。比如1988年先锋温莎基金年报报告汽车行业股票占到所有股票的22.2%，银行业16%，保险业升至13.8%，尽管当时对担保行业看空势头很猛。主要领域，包括储蓄和信贷占据了聂夫持股的20.8%；加上保险股，整个金融领域占据37%。1987年不景气的航空业股票也占了7.2%。

换句话说，聂夫可能点子比较少，但买进的股票都重仓持有。1988年年报中持仓最大的10只股票占到了59亿基金资产的一半。因此我们看到3亿多美元的花旗银行股票，5亿多美元的福特汽车，大约7.5亿美元的3只保险业股。这就是自信的体现！

这么集中重仓持股的理由是聂夫不冒很大的风险；因为他只买最便宜的，就算出了错，也跌不到哪儿去。

猎取便宜货

聂夫是公认的杰出证券分析师。尽管近几年他没有亲自去公司参观，但经常和各公司详谈。他有一个分析师团队为他工作，但是有新股来时，他就会领导团队，用他自己的话说，是“结伙解决问题”。他和团队完成任务时，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也积累了需要的信息。凭借他35年专业的经验，聂夫已经买进或者研究过很大一部分他认为有可能要买进的股票，对他来说，只需要更新信息而不是从头开始。

聂夫总是找那些市场上不太受关注的行业股票。他把研究范围集中在那些市盈率特别低但是回报却非常高的股票。在他掌管温莎基金那么多年里，他投资组合的平均市盈率要比整个市场低大约1/3，但是平均收益要高2%。

聂夫说他是“低市盈率射手”。但是和本杰明·格雷厄姆不同，他更关心公司的根本特质。他想要以低价买进好的股票，他坚持的标准包括：

1. 可靠的资产负债表
2. 令人满意的现金流
3. 高出平均水平的股本回报率
4. 有能力的管理层
5. 持续增长的前景
6. 有吸引力的产品或服务
7. 可供公司运营的强劲市场

聂夫说投资者总是追高，为有高增长率的公司出高价，但是应该注意没有增长就说明公司本身就有问题。所以他买进的大多数股票都是便宜货，增长率都只有8%左右。

聂夫公式

聂夫比较个股、一组股票或是比较个股与整个市场的方法很有意思。温莎基金总体资本增长率估计为9.5%，收益率为4.9%，加起来就是14.4%，基金内股票平均市盈率为6。因此他用14.4%的总回报除以6，得出的2.3就是他所说的“收益与付出之比”或者“最终关系”数字。

1989年初，市场总体的增长率为8.5%，收益率3.7%，总回报12.2%。用这个数除以市场市盈率11，得出1.15就是“收益与付出之比”的结果。所以这样算来，聂夫的投资股票收益是整个市场的两倍。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聂夫把每只个股的数据排列后来比较哪个更有吸引力。他后来发现盈利估算通常要比整个华尔街的估算更乐观，用他自己的话就是更"积极"。[①]

有很长一段时间，温莎基金的收入增长了17%，这很可能是因为聂夫卖出了已经上涨的股票，这些股票收益因此下降，然后他又买进了低价但收益高的股票。

在决定他准备买进的股票的价格时，聂夫会预测股票未来几年的收益，估计正常股市对收益影响如何，然后得出一个合理的市盈率，这样他也可以算出几年后的目标价格。再算出目前市场价格占预计价格的几成，也就得出了增值潜力的百分比。

当然主观因素也会有些影响。比如说聂夫对增长率的稳定性很有信心，或者认为管理层能力非凡，那这些数字都会有相应调整。相反一些负面因素就会降低目标价格。

聂夫计算好他已持有股票的相似数据，将这些数据设置为"基准率"。如果他想买进的股票复合增长率达不到已持有股票的"基准率"，他就会推迟买进，一直等到这个股票达到基准率的标准。

当然这个办法也有不灵的时候。比方说如果他通过持有股筹到现金，这时候市场开始上涨，他就得在基准率之下买进才能充分利用这笔现金。（其实也就是说他希望基准率很快上涨。）

聂夫用算出的升值百分比衡量每只已持有的个股。持有股有70～80只，平均下来每只股占的资本大约是1%。如果聂夫深信某只股票有潜力，他就会用5%的资本来买进这只股票；有时候他还会在同一组里买进几只占这么大资本的股票，也就是说，如果有信心，他就大力买进；并且因为他分析细致，所以总是很自信。

有人认为聂夫的方法用计算机再好不过了，用电脑筛选目标公司的股票，作价值比较等等。但事实上，聂夫根本不用电脑。他也不相信有些机构投资者喜欢的红利折扣模型和其他机械的计算装备。总之，聂夫老派得出奇。

碰到要真正买进时，聂夫也是非常有原则。他有自己的目标价格，要等

① 如果市场都为成长股着迷，经纪人都对他们偏好的股票作出乐观估计，情况可能就不是这样了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到市场跌到那个水平。他很有耐心地等，如果股票到不了那个低点他就不买。聂夫的交易员通常能够以低于当天开市价的价位买进，但尽管他买进规模很大，他仍然可以利用一个交易日内的疲软时段买进。

聂夫卖出的规矩有两条：一是价格要达到他愿意出售的点，二是时机要符合他真正卖出时的策略。

他的目标卖出价格也是基于整个持有股的“基准率”来的。市场对他持有的某只股票预期很好时，股价上涨，但总有个时候，这只股票的进一步升值潜力不如持有的其他股票。当这只股票的潜力只有整个持有股增值潜力的65% ~70%时，聂夫就开始卖出。他喜欢开始时大笔出售，等股价稍稍上涨时慢慢卖出所剩股票。如果股价继续跌，他就停止卖出。要跌得足够多，他又买进。

在交易所真正卖出时，聂夫会非常小心。他总是想要在当天市场走强时卖出，避免占到某只股票当天交易量的1/4。当然如果股票上涨，他卖出所占的交易量就不怎么重要了。但聂夫的卖出价格总是要比交易当天开市价高。

对大型基金经理来说，交易成本中最大的一部分就是交易对市场的影响。聂夫通过交易员的娴熟技巧将影响最小化。

但是一旦打中了赌，聂夫就不等价格涨到高位，马上卖出。“这是最简单的，但我基本就是这么操作的。如果有重大的价格变动，就得尽早卖出，寻找其他机会。”

聂夫认为投资者应该在股票实现全部潜在收益之前卖出。得为下一个买主留些买进的动力，接你的手。

还有，聂夫的方法的一个特征就是，如果他所持有的股票总是达不到潜在收益他也不在乎，他一直等待。这点他和其他的“价值”买手不同，他们希望一两年内就看到起色，如果没有，他们就走人了。聂夫会持有某只股很多年，只要公司前景还不错，并且和其他已持有股比相对便宜。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不起眼的股票

聂夫认为有价值的股票都不是市场的宠儿，投资者都不信任这些股票。这些股票有一个共同的特征：股票经纪人很难把它们推销给客户。

比如我之前讲过的聂夫在重仓持有福特汽车时，当时投资者都对汽车业避而远之。克莱斯勒破产震动了他们，日本车进驻渗透市场的消息听起来也令人担忧。所以汽车股票价格跌至低谷，这时候聂夫大举买进，就像他买进石油股、金融股和大部分大行业股票一样。

这种投资风格，即在相对较少的几个概念上豪赌，长远来看对聂夫很有利，但却容易在短期不景气时深受其害。所以在 1987 年市场崩盘后开始聂夫的基金表现还不错，但后来就暴跌。温莎基金在 1990 财度（到 10 月 30 日止）下跌了整整 28%。"可怕的结果，"聂夫跟股东们说，"这是我们经历过的最糟的一年。"几个月后，1991 年 2 月，《福布斯》杂志一篇名为《黯淡的光环》写的就是聂夫。"如果聂夫的'价值'方式——即收益与红利之比低时买进——出了问题，那这只是暂时现象，还是永久损失呢?"聂夫一如既往地将资金压在为数不多的几只股上。温莎基金仓位最重的 10 只股占到当时资本的 40%。经营惨淡的那年，基金投资银行业 14%，汽车业 11.8%，保险业 8.5%，储蓄银行业 6%。聂夫损失惨重，尤其是克莱斯勒、福特汽车、美国银行、花旗银行和安泰保险（Aetna and Cigna)，每只股票都占到两亿美元资金，损失达到 36% ~62%。《福布斯》总结说："总之，聂夫的持有股组合像是要找医院诊治了。"

聂夫甚至收到股东来信，在向美国的一本理财杂志解释时，他说那些来信称他是个"白痴在新闻媒体每个人都说储蓄银行、保险公司要跌时还买进"。

花旗集团股票尤其让他痛苦。在每股 20 多美元的低位买进，聂夫眼看着这只股票在 1990 年末跌到每股 10 美元。之后很快，董事会主席约翰·里德削减了 44% 的红利。聂夫说："我当时都要破产了，完全想不到，和之前

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的情况完全不符，太愚蠢了。就在两星期前，里德还在一个公开投资论坛上说这么做根本没用。”聂夫为大笔投资发表意见也不是没有；几年前克莱斯勒股票暴跌时，他公开要求李·艾柯卡作出声明，把罗伯特·鲁兹确定为继承人。

聂夫还是用他一贯的策略度过了低谷期，坚持自己的投资计划等待回报。他没有慌慌张张去买热门股票。事实上，标准普尔列出的最大的50只股票中，温莎基金一只都没持有。但聂夫确实恢复元气东山再起了。1991年1月花旗的股价还不足13美元，到了1995年末聂夫退休时，涨到了67美元。温莎基金的其他大多数银行股都在1991年后期发力上涨。

到1994年，温莎基金总资产达到约110亿美元，却只投资了69只股票。聂夫发掘出了几个大赢家。他买进了做电脑硬盘的希捷科技（Seagate Technology）不到10%的股份（美国证券交易委员会规定基金持有一公司市场资本份额不得超过9.9%）。那时候硬盘价格一个季度下跌了10%，制造商只能通过提高生产力来弥补。在同类公司中，可能只有希捷公司经营得力有盈利。聂夫以每股16美元买进，到1994年底已经涨到28美元，成了行业的新宠。

聂夫注意到铝业消耗在世界范围内增长率为3%～5%，而新的产能还没出现。预计铝价会上涨，他就大举买进了美铝（Alcoa）和雷诺兹（Reynolds）的股票。这下中了！铝价从1994年的51美分每磅涨到1997年初的72美分。

我以为，聂夫这些投资策略的例子和之前描述他极其周全细致的投资方法，就可以解释为什么专业同行这么欣赏他并且让他做他们资金的投资经理。尽管投资回报慢，不显眼，但却严格基于价值，并且总是奏效、赚钱。

未来前景

聂夫很担心股票型共同基金。“这些新兴入市的股民信心满满，靠的是标准普尔500每年16%的回报率，但你我都知道这个回报率是不会持久的，尤其是从我们已到的高位来看。如果这些股民发现没有永远的即时获利，他们就会迟疑犹豫把钱放到其他地方。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

聂夫对新兴国家抱有很大的希望，他觉得这些国家尽管有挫折，但还是会扭转乾坤。他指出这些国家的增长速度普遍是发达国家的 3 倍。作为反向投资家，他很自然地对那些经济危机中受创最严重的国家感兴趣，比如泰国、印度和韩国。他提到墨西哥和所有南美国家的情况也类似。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第十章】

朱利安·罗伯逊：蜂王



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

朱利安·罗伯逊经营着享有巨大成功的老虎基金。当他谈到了46岁就从麦哲伦基金退休的彼得·林奇时，说："彼得缺少一样东西：他不快乐。他也没法让别人帮他。"这是实话：彼得·林奇没有朱利安·罗伯逊那么乐在其中；也不像罗伯逊那样左右逢源，林奇一直孤军奋战。林奇是个工作狂，不论早上、中午还是晚上，他的生活里甚至呼吸中除了股票，还是股票。几乎所有的投资天才都是出身贫寒，总是担心时运不济会像恶狼那样跟着他们，因而惶惶不可终日。罗伯逊当然不属于穷小子这类人。他生活富足，家底殷实；看他奢华高调的生活方式，就知道他不但赚了很多钱，而且十分享受工作的每一天。

几乎所有伟大的投资家——罗伯逊当然是最伟大的投资家之一——都是孤独的，他们像唐璜追逐女人或是猎人追逐鹿群一样追逐股票。这个工作他们没法儿分派给别人，也是这个追求使他们成了严苛的管理人，通常都特别主观和独断专行。然而，罗伯逊也不属于这一类。他现在已经60多岁了，身材魁梧健硕，脸色红润，指导着一个很有竞争力的团队。他总是把功劳全部归给团队成员，总是为集体的成功而不是个人的精明而高兴。

罗伯逊1932年出生于北卡罗来纳州的索尔兹伯里，父亲是一家纺织工厂的经理。从索尔兹伯里学校毕业后，他到弗吉尼亚州亚历山德里亚市的主教高中上学，然后在位于查珀尔希尔的北卡罗来纳大学拿到了商学学位。之后他在一艘军需品军舰上当了两年海军少尉。再后来，大问题来了：他这辈子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

该干什么？

1929 年大萧条时期，罗伯逊父亲掌管的那个工厂的所有者厄兰格尔家族深信市场会复苏，就借了钱给他买股票。他是个很精明的投资人，并且注重向儿子解释商业是如何运作的，这正是投资成功的精髓，还告诉他怎么看财务报告。罗伯逊记得自己 6 岁就接触到股票了！他父亲对他期望很大，鼓励他去北方追求名誉和财富。父亲说，“那儿就是财富所在”。罗伯逊听从父亲的话，搬到了华尔街，尔后在基德尔 - 皮博迪公司一待就是 23 年；开始是经纪人，42 岁时成了基德尔投资顾问分支韦伯斯特管理公司（Webster Management）的经理。到此为止他都是一帆风顺。

退出与重返

之后出现了一个奇怪的转变。1978 年，46 岁的罗伯逊在经营了韦伯斯特管理公司 4 年之后决定辞职，搬到异国他乡，一切从头开始。他和妻子约瑟芬还有两个儿子转战到了新西兰的奥克兰。作这个决定有几个理由。当时股票经纪佣金直线下降，给整个行业带来很大压力。正统的资金经理，不论是在信托公司还是投资咨询公司，都是成天穿着灰法兰绒套装，协助高端人士。股票经纪的工作有些乐趣，但是缺乏刺激，经纪人自己的财富前景不明朗，对整个社会的贡献也有限。

不论如何，罗伯逊在奥克兰度过了很惬意的一年半。与此同时，纽约的势态也有回转。有限责任合伙公司、对冲基金等新型投资方式尽管比传统的经纪或顾问工作更辛苦，更需要想象力，但却让资金经理们财源滚滚。罗伯逊的同辈们，像乔治·索罗斯和迈克尔·斯坦哈特都在股市风生水起，大获其利。不管奥克兰的生活有多惬意，像罗伯逊这样敏锐的竞争对手是绝不甘大战当前作壁上观的。

这样罗伯逊又回来了，在 1980 年 5 月建立了自己的资本为 880 万美元的对冲基金。他和合伙人索普·麦肯兹投入手头所有的 150 万美元。协议规定他们获得 20% 的利润，其余的归有限合伙人。他把基金取名为“老虎”，那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是他平时叫妻子约瑟芬的昵称，夫妻俩是在 1974 年的一个派对上认识的。（他也叫其他人“老虎”。）约瑟芬在获得得克萨斯大学文学学位后，做起了圣诞装饰品生意。

1980 年道琼斯工业平均指数终于突破了 1 000 点大关，里根政府让美国人感到反败为胜，大牛市接踵而至。所以，老虎基金开业的时机非常有利；第一年基金就涨了 70.4%。除去管理人员所占利润的 20%，有限合伙人收益为 56.3%，比标准普尔高出大约 25 个百分点。第二年，1981 年，市场下跌了 5%，但老虎基金还是涨了 24.3%，除去 20% 的管理人员利润，有限合伙人收益还有 19.4%，比标准普尔高出 24 个百分点还多。1982 年，有限合伙人收益 42.4%，标准普尔只有 22.3%，又高出 24 个百分点。很明显这么好的结果不是出于偶然。

尽管整个 80 年代老虎基金一直在增长，但规模仍然有限。像大多数同行一样，罗伯逊也受到 1987 年崩盘的重创，但他很快恢复了元气。他的选股核心实力再一次回归，开始为海外运作铺路。

20 世纪 80 年代，罗伯逊很愿意在需要时聘请外来的顾问：保险业高管、航空专家和医生等等。后来，他的内部研究团队羽翼已丰，就不用外聘了。他希望他的雇员，不论是分析、交易还是行政管理都是各个行业最好的。

评判标准

到 1989 年，罗伯逊深受他所谓的“垄断和寡头”公司的吸引，也就是那些支配了整个行业的公司。比如，他重仓持有戴比尔斯（De Beers），该公司控制了世界钻石市场 80% 的份额，股价却只有收益的 3.5 倍。他也大笔买进联合航空公司（UAL）和美国航空公司（AMR）。他预计这两个公司会占据很多国内的远距离航线。他也看上了沃尔玛，并持有很多年。沃尔玛虽不是垄断公司，但极其低廉的成本结构让它无懈可击。罗伯逊的策略的一部分就是卖空沃尔玛那些小型且成本较高的竞争对手。

罗伯逊还找出了一些他认为会因为有利的市场调控环境而成功的公司。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其中之一便是托斯克石油公司（Tosco），它是当时市场领域唯一一家独立的大炼油公司。因为有政策限制竞争，罗伯逊断言，托斯克公司可以稳居其位。

在这些选择中，罗伯逊再接着寻找那些少为人注意但走势强劲的公司，它们的市场地位有利，很有可能一直领先。

最重要的是公司管理层。罗伯逊认为对公司尽职尽责至关重要；管理层要像全美航空的史蒂芬·沃尔夫，美国航空的罗伯特·柯南道尔和 WPP 集团的马丁·索罗那样。罗伯逊要找那些有决策魄力和执行力的经理。他和管理层中的许多人都是私人朋友的关系。他说福特有段时间管理不佳，那是“我投资生涯里最大的失望之一”。

但到了 20 世纪 80 年代末，罗伯逊就越来越关注全球动态，后来证明这一视野改变来得非常及时。他又发起了两只新基金，美洲虎和美洲狮，来补充老虎基金。他赶上了 1989 年和 1990 年德国柏林墙倒塌后股票市场崛起的时机，也从日本市场崩盘中卖空获利。

1990 年秋季刊的《商业周刊》写道：“名气没有垂青朱利安·罗伯逊。财富垂青于他，但名誉却没有。”后来可不是这样！他那么突出的投资回报总会受到瞩目；后来就有报道说他为名人富翁保罗·西蒙和汤姆·沃尔夫掌管财务，还受邀管理普林斯顿大学的捐赠基金。他在自然历史博物馆的一次联欢会上和一群真正的老虎同时出现可谓是出尽风头。他也开始更频繁地休假，一年休 8 周。这些时候并不是真正的度假，而是在研究他到访的国家和那儿的公司。

罗伯逊的成就吸引了一些华尔街上最聪明的年轻人和他共事，他们通常都是南方人。（他本人除了有南方口音之外，他还在其他方面和南方联系紧密，他一直支援之前的学校和查珀尔希尔。）1991 年，罗伯逊手下管理资产达到 10 亿美元，但那年他却卷入了所罗门兄弟丑闻（有人试图在四五月份垄断美国财政部债券拍卖的专卖权），不过最后罗伯逊也没有受到起诉。这对他来说是非常痛苦的经历，因为他一直想在职业生涯里保持最高的道德标准，不论是在和其他公司、雇员还是公众打交道时他都希望如此。

1991 年，罗伯逊把戴维·格斯坦哈伯招入麾下。格斯坦哈伯是位出生于伦敦的经济学家，为罗伯逊带来了了解更多公司的国际视野。1992 年，在格

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

斯坦哈伯的帮助下，老虎基金2/3的利润都来自于“豪赌”，即在货币和衍生品上的大笔投机生意；之后几年这一模式得以延续。格斯坦哈伯1994年离开罗伯逊自立门户，罗伯逊因此不得不亲自操刀做了一段时间宏观分析师，直到招纳了戴维·莫里森和杰里米·海尔分别做经济和债券分析师。

国际操盘

罗伯逊特别关注日本、欧洲和墨西哥。他在国外股市的活动和在美国股市差不多，寻找有利的个股或者行业长线买进或是短线卖空，不把宝压在整个国家上。当然他也不是每次都中。1993年在日本，尽管整个国家市场都在走下坡路，罗伯逊在大空仓背景下也表现糟糕。总体来说，罗伯逊对外国公司都持消极观点。他发现大部分非美国公司管理人都不够专注于底线。他说：“在世界其他地方居然没有人真正关心获利能力，这实在很奇怪。”

尽管20世纪80年代罗伯逊就开始为全球投资活动打基础，但直到80年代末他才花工夫深入研究国外的情况。1989年他开始全面研究欧洲市场。他说：“要是对英国的史克必成公司和费森斯（Fisons）公司不够了解，那你怎么知道先灵葆雅、默克或者强生的优势呢？”

这些研究就是要翻遍每个外国公司账目，找出其特征。罗伯逊第一次研究德国公司就差点让他打了退堂鼓不想在德国投资了。那里的管理层看上去没有什么动力把股东的利益放在第一位并为他们工作。经理们很少持股，工会成员通常占到董事会的一半，遍布德国工业和金融业的老同学关系网自在自得，安于现状。不过，德国有低廉的资产和强大的技术，所以只要找对了公司还是会发达的。罗伯逊的团队开始辛勤分析一个接一个的德国公司。1989年11月9日柏林墙倒塌时，他已经准备好，功课也做到位了。两天后，11月11日，他就买进德国银行股。德国的银行是控股公司，在市场出售的价格与其自身投资组合的价值相比是非常低廉的。在工业领域，拜耳公司（Bayer）很不错；拜耳收益受到大幅低估，交易价格只有其大幅低估的收益的9倍。此外，公司产品优秀，价格合理，债务很少。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那些不明不白、掩盖德国公司资产的做账方法慢慢被淘汰了。到 1994 年，罗伯逊的发现成了常识；他有些不友好地说德国是个“巨大又低效的软包”，德国的经理只知道翻来覆去地说“降低成本”和“重组”，却不知道如何才能实现这些目标。因此他在德国市场减持，也获得了个小的空头仓位。

日本在很长时间内占据了罗伯逊全球策略的中心位置：关于日本股票可靠的、透彻的分析几乎没有；所以日本最好的公司通常市盈率是美国公司市盈率的大约 1/3。罗伯逊 1970 年开始在日本投资，到 1987 年，他已经摸索出一条很妙的策略。1991 年，罗伯逊投资组合的 12% 是日经期货，他持有了很多年。他说这些投资是他的保险，要是有任何灾难性的股市暴跌，这就是他的救命稻草。

罗伯逊从世界的角度对日本经济有了一套认识，突发事件发生之后他可以快速作出反应。比如伊拉克入侵科威特时，他卖出了几天前才购进的价值一亿多美元的日元和债券，因为他预计日本的石油供应将受到威胁。

他看空日本银行股很多年了，事实证明他是对的。日本银行有世界上最大的市值和最低的利润率。比如，花旗银行只有日本最好的银行三菱银行资产的一半，但是平均资产回报是三菱的将近 4 倍。罗伯逊经常和日本银行管理人员面谈，发现他们基本没有处理坏账的问题。他们贷款给不可靠的客户是怕他们不贷其他银行也会贷。罗伯逊的银行股投资花了很长时间才有回报，不过在 1997 年确实回报丰厚。

罗伯逊认为苏联解体后在发展中国家投资更有利，于是开始密切关注巴西、智利和阿根廷。1991 年时，有个老师每周来老虎基金办公室教他 3 次西班牙语！

他对印度有着浓厚的兴趣。印度较高的受教育水平是印度企业一个重要优势。很多公司的大部分管理人员都有博士或硕士学位。可靠的商业环境、可接受的法律体系、发展良好的股票市场也让罗伯逊印象深刻。他的投资组合中长期持有 3% 的印度股票。

俄罗斯问题一大堆，罗伯逊避而远之很多年，但到了 1995 年，他又长期持有 1% 的俄罗斯股票。

1994 年，他在墨西哥建立了一个 11% 的空头仓位。看着一群群投资新手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

跨过南部国界，期待墨西哥会有持续的经济繁荣，罗伯逊却觉得他得站在他们的另一面。

罗伯逊的国际投资方法的一个经典范例在零售业。之前提到在国内他一直倾心于沃尔玛；后来热情转向了拥有几家零售连锁店的后起之秀——佩恩商贸（Penn Traffic）。商品零售是个非常好的机会。但他和团队发现了英国零售业令人惊喜的机会。他看出英国最大的两家超市连锁店，桑斯博里（Sainsbury）和乐购（Tesco）拥有他们的美国竞争对手缺乏的东西：那就是他们有自己家喻户晓的品牌，产品也在自家商店出售。这样他们就从制造和销售两层获利，并且对公司有更好的管理。于是罗伯逊重仓持有这两只股票。

然而，老虎基金也像其他大型对冲基金一样变得很难操控。[①] 管理需要大整改。1992 年，美洲虎基金大幅夸大其 7 月至 11 月的投资表现，后来不得不尴尬地寄出道歉信，在安装更多先进的计算机系统之后解决了这个问题。

1992 年春，罗伯逊发起了黑豹基金（Panther Fund）。由于在证券交易委员会注册，黑豹基金比其他基金受限更多；到第一年末，表现已经落后。直到 1994 年，罗伯逊自动放弃了黑豹基金给他的酬劳，即利润的 15%。

除了黑豹基金之外，罗伯逊表现超群。1992 年他卖空日本银行股赚了几亿美元；1993 年他利用欧洲利率期权套现了欧洲固定收益证券——债券和货币，后来他越来越多地使用这个方法。国内他大举购进时代华纳，美国最大的电视运营商 Comcast 和 TCI 公司。他对零售业的热情依然不减，而且开始有针对性地寻找经营得力的中型公司，比如哈雷－戴维森（Harley Davison）。

尽管投资方式比其他对冲基金更保守，罗伯逊的基金也不能完全逃脱由于高度融资而给投资项目带来风险的这一模式。因此，罗伯逊也眼见着 1993 年壮观的 63% 的收益在其后两年急剧萎缩。基金 1994 年下跌 9%，1995 年的增长低于平均增长值。很多投资者退出，其他经理也陷于同样的衰退困境中。比如迈克尔·斯坦哈特的基金 1994 年就下跌了 30% 多，之后才慢慢恢复。

1996 年夏季《商业周刊》有个封面报道题目为《奇才的坠落》，很恼人

---

① 如同帕金森教授所言：“增长导致复杂，复杂导致衰退。”很少有逃过这条定律的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地指责罗伯逊离间同事，已失去对业务的掌控。他以诽谤起诉《商业周刊》，在杂志承认夸大了他的问题后才撤诉。1996 年赚得 3 亿美元后，他成了华尔街薪酬第二高的金融家，《福布斯》报道他已是亿万富翁。

1997 年 10 月，罗伯逊在很多年后终于结束了在亚洲股票市场的一些空头仓位。不幸的是在他的操作还没完成时，日本市场重整旗鼓了，他因此亏损了 4 亿美元。但那一年还是很不错，老虎基金管理公司资产达到 160 亿美元。老虎基金自 1980 年成立以来平均年收益高达 36%，是有史以来这类大型基金里最成功的。

罗伯逊的投资方法

罗伯逊经营着一流的对冲基金。有人甚至说他的基金是唯一一个真正意义上的大型对冲基金；一面积极建立多头仓位，一面保持空头与之抵消抗衡，控制风险。他没有信心赶上市场摇摆的时机；在他的基本体系里，市场价值是不是被高估并不具有决定性意义。关键是要看多优良公司，看空次等公司。罗伯逊有时还跨国界对冲，比如看多美国银行，看空日本银行；但是如果两个市场都和他对着来，那就相当危险。他也会一个行业和另一个行业对冲，比如看多炼油公司，看空航空公司，这种情况下可预期的事件总会对某一个有利，另一个有害。

为控制某个特殊事件带来的风险，罗伯逊会持有很多很多仓位。但是情况需要时还是会下大赌注。大多数情况下，10 个大仓位中会有 8 个给他带来大部分收益。罗伯逊采用压力测试，不断衡量 10% 的损失对每只持有股产生的影响。那时的流动性会怎样呢？确定他有足够的利润空间后才放心一点。（想不到最糟的情形就断送了长期资本管理公司。）索罗斯说，有时候他很确信自己因为压力过大心脏病发作。罗伯逊可不想经历这样的情形，他总是想好一连串的点子而不是追求“本垒打”。

他听取关于某个公司各种来源、各种类型的信息，但是很快确定一个、两个或者最多三个决定性的变量：收入增长，利润增长，或其他什么。然后

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他想尽一切办法获取真实信息，如果非常必要就雇用专业的顾问。只要一确定就开始行动。

尽管环境变化莫测，罗伯逊却保持着比较一贯的模式。他的长期净暴露波动幅度在20%到40%之间；基金融资通常在资产的2倍到2.5倍之间；并且平衡了美国和国外股票之间的暴露程度。罗伯逊最重要的技巧还是选股。除个别特殊情况，罗伯逊的大部分收益不是像索罗斯那样通过大笔的货币和利率赌博得来的。他在1994年致投资者的一封信里说："我们从没觉得一定要做宏观操作。选股一直是我们交易的法宝。"在这点上他和乔治·索罗斯完全不同，索罗斯认为豪赌是投资精髓，选股反而是次要的。

在走动中管理

罗伯逊喜欢绕着他的办公室走走，不断提问题。他想要听到敏锐有力的回应。这也是我发现的杰出团队经理人的共同特征。

游戏规则

罗伯逊能很快理解公司策略和比较优势。通过频繁地和公司接触获得最新信息。他看一个公司的主要特征包括：管理质量，规规矩矩的公司策略和扎实的增长——当然价格还是得有吸引力。他对于缺乏管理决心，政策环境不利，意外的质量控制问题等等情况都很机警。

罗伯逊在选股时坚持七条标准：

1. 管理得力。他投资的公司管理一定要非常突出。管理层一定得清楚什么是最关键的，而不是一味扩大销售量。公司必须既有长期规划又有实现规划的手段。他对于新上任的管理层也相当警觉。

罗伯逊太过依赖自己对管理层的个人印象，所以有时候也事与愿违。20世纪80年代末期，有一次他和一个叫艾迪·安塔的人吃饭，对其印象深刻，



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二天就大笔买进了他公司的股票。谁知道那个公司可是叫“疯狂的艾迪”，安塔也是臭名昭著，被控欺诈后逃之夭夭。股票一落千丈，罗伯逊深受其害。

2. 垄断或寡头。罗伯逊总是找那些在市场地位方面有比较优势的公司。比如美国航空公司和联合航空公司的航线结构使得竞争对手无法打入它们的地盘。沃尔玛只看规模就需要其他公司经历长时间的成长和巩固才可能通过减少利润和它竞争。英国的桑斯博里和乐购通过品牌所有权在市场占有支配地位。

3. 仔细考察公司账目后看到的显著价值。罗伯逊总是仔仔细细检查外国公司的账目。比方说在日本，他查出了银行的真实债务，还有他感兴趣的零售商的现金流的数目。公司股票的市盈率倒不是那么重要。花旗集团就是个好例子；花旗市价在收益的 11 倍左右，但企业还是很优秀。投资者必须担心的是什么情况会拉低收益推高市盈率。

4. 政策管控。政府如果缚住竞争对手的手脚，公司总是会受益的。罗伯逊对于公司面临的环境责任或违反规定的情况非常警惕。

5. 上游需求。一旦确认了一个增长的行业，就不要找龙头企业，而是要去找整个行业的供给商。比如在 1998 年，罗伯逊重仓持有金属钯，这种金属主要用于手机和自动释放控制装置。他认为俄罗斯和南非的钯矿无法满足世界市场对这种金属的需求。

6. 增长。只有增长才能在市场流年不利时救你出局。

7. 大的核心地位。罗伯逊重仓持有的公司都是经过考验信得过的，有实在的记录为证，投资组合中通常有十几只行业巨人的股票，最近包括英特尔和花旗银行。

蜂　王

罗伯逊说：“管理就像航海。天气好时最有意思。”他享受整个过程。他的基金经营起来和刚成立时差不多。公司所有的通信线路都与朱利安·罗伯逊相连。他仍然监督选股，像是在管理 2.5 亿美元的投资而不是超过 100 亿美元的资产。他就像是蜜蜂窝里的蜂王。他身边的工人干的活有千百样，但

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是一切都绕着中心人物转。他说自己是“扣动扳机的人”，但是也经常接受顶级分析师的选股方案。这些分析师的薪酬和他们选股成功与否密切相关，选择的股票也包括罗伯逊否决掉的。股票一旦买进，他就和分析师一起“拥有”了这只股票。没有哪个单独的工人对蜂窝是必不可少的，但是没有蜂王就没有蜂窝了。同样，罗伯逊身边的那些人尽管因为与他的共事而获利颇丰，但罗伯逊却很少因为他的雇员离开而损失惨重。

但从另一个方面看，集中决策也应该有一定的限度，对冲基金管理的瓶颈迟早会变成吸引顶级人才的能力。

尽管《商业周刊》上那篇指责罗伯逊疏远同事的文章言辞有些激烈，但他确实喜欢从每个雇员那儿压榨出他们最好的东西，这也意味着他的雇员经常受压到极限，因此总想离开。老虎基金前主席约翰·格里芬给公司开拓全球业务立了大功，但是也在 1996 年初离开自立门户。很多其他雇员也是这样。那篇文章问了一个很在理的问题：为什么离开老虎基金？一种答案是说因为罗伯逊的公司事实上是很多雇员学习对冲基金管理的学校；毕业后他们就可以建立自己的事业了。

信息来源

除了那些明显的信息来源，罗伯逊还喜欢向他基金的有限合伙人打听各个行业的想法。和他在办公室谈话经常被 CEO 们的电话打断。他的通讯簿上写着数千个名字。

罗伯逊从意见冲突中获益。他的一个方法是把两个分析师电话接通，他们关于某只股票非常熟悉但意见对立，听他们争辩。然后他看谁赢得了辩论就决定是否看多、看空或是等待时机。

罗伯逊总是在旅游，这些经历给了他非常宝贵的看法和意见。他可能不像乔治·索罗斯可以结识那么多外国政要，但他也不赖。他以给投资者写信的方式描述他的旅程，把打高尔夫球的故事和银行经理、官员们给的信息结合在一起。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

近　况

罗伯逊在1997年成立了一家新基金，叫做美洲豹猫（Ocelot），当然又是大型猫科动物。年末就达到了他设定的10亿美元资产的目标。加入基金的最低款项是100万美元，而不是理论上说加入老虎基金所需基本金1 000万美元。投资者承诺至少投资5年。

1998年中，老虎基金融资达到其资产的大约200%，净暴露大约为40%。罗伯逊认为美国仍然有世界上最强大的股市，主要是得益于美国CEO们对获利能力的关切。但欧洲和日本的这些人就不一定了。

老虎基金7只持股资金就占到了35亿美元。按惯例，罗伯逊对航空业很有热情，是美国航空公司和全美航空公司的最大股东之一，两只股票价值将近10亿美元。他仍然对美国航空顽强的罗伯特·柯南道尔和全美航空的史蒂芬·沃尔夫着迷。他认为，航线竞争方面的风险几乎没有。而他的主要技术类持股就是英特尔。

1998年，罗伯逊售出了很多金融业股票：276万股花旗集团，257万股旅行家集团，110万股美林，以及他持有40%的第一银行股票。他保留了重仓持有的摩根士丹利，添惠证券公司（Dean Witter）和发现者。

1998年末1999年初，罗伯逊表现疲软。对全美航空重仓持有后收效甚微，罗伯逊表示要采取补救措施。他抱怨说整个市场乘着势头虚涨，把他的价值股票甩在后面。他大力融资时根本没料到美元和日元会分道扬镳，因此受挫严重。1999年表现糟糕，下跌了19%，比标准普尔500低了40%。他还面临大规模的资金撤出，一直延续到新年。仅2000年1月就赎回了10亿美元的资金，是剩余资本的1/8。如果资金撤出不断加速，老虎基金就有可能全面崩溃。但2000年初颓势却一直延续。

罗伯逊之前的投资策略都相当审慎，将整个操作去杠杆化。1999年初，他的股票价位是本金的270%，到年末所幸的是，股票总价值还比本金高出35%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到那时为止还算不错，但真正的问题是他的选股策略失败了，所以一旦融资，问题就加剧了。罗伯逊从来没有想过要买进高科技公司股票，这些股票之前几年凝聚了大多数投资者的热情，但他却一直坚持“价值”选股。不幸的是市场可不认他对价值所在的判断。他拥有全美航空公司（《纽约时报》称它是“萎缩得不可思议的航空公司”）1/4 的股份，但这只股票很不给情面地从高位下跌了一半还多。另一个重仓股辉门公司（Federal Mogul）已经整个崩盘，其他的几只，比如苏格兰皇家银行，哥伦比亚/MCA 都受到重创。

总而言之，整个都乱了套。《商业周刊》的一篇文章说罗伯逊一直认可基金买进集中于某些行业的股票，富达和其他公司这么操作都大获成功；但据老虎基金的一位前雇员说：“市场风头不对时他还舍不得放手。”周刊上写道：“说白了，罗伯逊想到这些基金有可能比他的基金表现更好，自尊心上会过不去。”

因此，2000 年第一季度末，朱利安·罗伯逊决定洗手不干了，尽管当时生意还是可以做得有条不紊。他经营的基金从 220 亿美元萎缩到了 60 亿美元。更重要的是，基金表现相当糟糕，管理人员 20% 的利润分配作为关键合伙人工作的主要动力，只有在基金收益达到 50% 时才有可能恢复发放；当时的环境下那样的收益没人敢指望。

大家普遍认为罗伯逊的麻烦是因为太过遵循“价值”投资。阿兰·阿贝尔森在《巴伦周刊》的一篇尖酸刻薄的社论里提出了不同意见；他认为罗伯逊是循着乔治·索罗斯的路数，豪赌出风头才惹上麻烦的。“因为对日元估计不足，在新兴市场判断失误，罗伯逊丢掉了几十亿美元……同时，骄傲自大的宏观策略也影响到他微观选股的技术操作……如果你投资了大型的对冲基金，股票很大部分都被融资，负面效应就被急剧放大了。”

从结构方面来解释就是规模不断扩大，整个体系变得纷繁复杂，变化多端，仅靠蜂王之力已无法维持。下放最终权力可不是罗伯逊的性格，而他自己又没有“新经济”市场所需要的灵活性。

所以最终给他下定论还是那条帕金森定律：增长导致复杂化，复杂就导致衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

伊卡洛斯综合征

然而有意思的是，罗伯逊身上也体现了我所说的伊卡洛斯神话现象。伊卡洛斯在接近太阳时飞得太高，坠入海中。炙手可热的基金经理积累了越来越多的资本直到他的整个体系崩溃，所以他带着一起毁坏的东西要比刚起飞时的多得多。罗伯逊起家时资本很少，但到了 1998 年 8 月，管理的资本超过 220 亿美元。从那时开始，很快就下滑了 47%。所以，他的投资者赔多赚少，尤其是后来的投资者。

总而言之，在市场整个景气时，罗伯逊是伟大的投资大师。1980 年投入的 1 万美元 20 年后成了 80 万美元，年均复合增长率高达 25%。其中 18 年复合增长率为 31%，那是非常了不起的记录。罗伯逊个人收入囊中的部分也高达 15 亿美元，这笔精神安慰奖金可真够丰厚啊！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第十一章】

吉姆·罗杰斯：无限风光在“远”峰



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

吉姆·罗杰斯在博茨瓦纳、秘鲁、莫桑比克这些不受瞩目的国家投资。因为他总试图成为当时第一个也是唯一的买家，所以买到的都是吸引人的便宜货。① 他有4条标准衡量要投资的国家：

1. 这个国家应该比过去有很大进步。

2. 情况要比大家所想象的好。

3. 必须有可自由兑换的货币。如果要过一个月才能自由兑换，他就会等一个月。货币能够自由兑换后还有大把的时间可以投资。

4. 对投资者来说必须有流动性。罗杰斯说：“要是出错了我总希望可以脱身。”

如果没有其他的外国投资者，买进也没用；所以罗杰斯想要通过正常渠道进入某个国家，看看后来者会有哪些经历。人们时常说他们获得引荐机会，认识了中央银行主席或其他什么人。但这些尊贵人士在罗杰斯看来可能“说话浮夸”，只为吸引投资者。那些没有机会被引荐的投资者可能就受不到那么热烈的欢迎了。

以葡萄牙为例。1974年极端左翼接管后，国家像萨尔瓦多·阿兰德执政

---

① 罗杰斯总是在某个国家还在试探着向外国投资者开放市场时，排队占到第一个，所以每个后来的投资者都把他的价位抬高了。我补充了他的这一招：市场开放长时间后，还会有很好的机会，只要两件事同时发生：第一，政府大力行动使投资条件自由化；第二，本地的养老基金部分私有化且获准购买股票。这样解放出来的购买力会推动产权投资市场大涨。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时期的智利一样濒临内战。这两个政府都引进了专门的激进分子为极端左翼接权作准备：从古巴运了几千名武装分子到智利，而葡萄牙就从苏联引进了好几百名激进分子。资本瞬间逃离，生意一落千丈。后来葡萄牙反共势力杀回，夺得权力并取代了激进左翼，国家又开始重焕生机。慢慢地，信心恢复了。旅游业和商业开始起步发展，尽管一直没能达到之前的水平。很多重要的外国工业投资开始出现，但是股市这块怎么看都很谨慎的领域还是对外国投资者关上了大门。

1984 年，罗杰斯觉得时机差不多成熟。他接触到葡萄牙金融界权威，探听在那儿投资的信息。1985 年，也就是 6 个月后，他获准将他可能在当地股票交易操作中获得的收益换成美元。里斯本最好的投资公司说不推荐他买进葡萄牙股票，但罗杰斯吩咐他们买进里斯本交易所的所有 24 只股票，后来又买进所有新发行的股票，最后一共买进了 35 只。葡萄牙后来形势越来越喜人，他的大胆投资举措成绩斐然。

罗杰斯另一次突袭的是奥地利。1984 年，奥地利股票市场停滞在 23 年前的 1961 年一半都不到的水平。好几个欧洲国家都通过投资推动措施鼓励资本市场，还包括法国，当时在弗朗索瓦·密特朗总统执政期间法国经济和货币已经崩溃。罗杰斯看到奥地利政府也准备跟着做。他很肯定欧洲的资金管理者们也在四处寻找还没有动作的国家，很快就会集中到奥地利。他在奥地利一家大银行的纽约分行打听外国人在奥地利应该如何投资股票。这家银行毫无头绪，这意味着在这个大体是社会主义体系但是稳定又成功的国家里基本没有投资利益。奥地利之外的信息太少，罗杰斯就去维也纳打探消息。在财政部，他问哪些政治力量或利益集团是反对将股市自由化且鼓励外来投资的，当听到答案说是没有时，他觉得这次错不了。

但还是有个问题。摩根士丹利的国际指数表明，奥地利股票以 67 倍于收益的价格出售，数字高得吓人。但是真正投资后，罗杰斯发现这些统计数据完全是误导人的，因为那个数字只涵盖了 9 家公司，其中 3 家还在亏损。摩根士丹利还说奥地利市场流动性不足，但这后来看也是个假象；银行之间互相积极交易，只不过不在交易所而已。罗杰斯比较“宽容”地评价说：“该把摩根士丹利毙了。”但另一方面，多亏了摩根士丹利那些令人沮丧的数字，再

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

加上外国投资者懒于思考分析，奥地利几乎没有其他外来投资。所以罗杰斯大胆买进，第二年联合信贷指数（Creditanstalt Share Index）就涨了145%。

罗杰斯做空、做多市场都一样高兴；他卖出还没拥有的股票，期待之后低价重新购进。他说：“找到一个没人了解的国家很有意思，再好的事情就只有找到一个每个人都看多的国家市场然后卖空了。”进驻奥地利的同一年，罗杰斯赌瑞典市场下跌，但市场在4年内涨了将近6倍。瑞典市场在之后一年仅下跌10%，但是罗杰斯卖空的那些投机者最爱的股票，包括爱立信、阿西亚（ASEA）、法玛西亚（Pharmacia）、金宝（Gambro）都下跌了40%～60%。

1986年，他再次做空，这次是在挪威。他解释说：“他们有巨大的石油收益，以为一切会永远都好。从那时起，油价开始暴跌。那年早些时候市场达到历史高位，看空时机很明显。”挪威市场上涨了，但在1987年崩盘时暴跌。1987年11月，罗杰斯的卖空操作也做到了挪威。

1985年，罗杰斯在马来半岛小试身手。那时候新加坡储蓄率为42%；总理李光耀在经济方面掌控得非常紧。他要求雇主和雇员都缴纳中央退休基金，准许这笔资金的部分用于购买蓝筹股，然后又降低投资税；这些政策是为了大力推进对股票的需求，但实际收效甚微，因为当时的经济和市场都还比较虚弱。增长从1984年的8.2%暴跌到1985年第二季度的-1.4%。政府当即采取了一系列紧急措施刺激经济。但新加坡一家大型控股公司，在中国香港、马来西亚、百慕大、文莱和英国等地有几十家分支的泛电公司（Pan Electric）宣布破产。政府开始恐慌，12月2日，新加坡和吉隆坡的股票交易所都关闭了。

罗杰斯跟政府部门的朋友说这是个巨大的错误；果然，两个交易所几天后重新开放，价格跌了近1/4。但罗杰斯认为已经触底了。他于是大举进入。马来西亚在市场恢复秩序以前禁止发行新证券公开股，新加坡也通过了类似的禁令。由于供应减少，加上减税后需求的增长，股票一路上扬。两个市场在接下来的18个月内都翻了一番。罗杰斯觉得这两个市场基本上都是自然资源型的经济体，只要投资者认定物价会涨得更少点，这两个国家的经济就会持续健康。

约翰·邓普顿有次打电话给罗杰斯说某个国家的东西非常便宜。他回答

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

道他想知道为什么东西会便宜。很多国家东西都很便宜，并且会一直那样。所以他也想知道导致这种变化的原因。他在奥地利和葡萄牙买进时，投资者甚至还不知道怎么在那儿投资；所以当他知道这个低物价的消息将广为人知后，他断定那里的投资前景会更好，因为国外投资的需求正在增加。

在不同国家投资者如何判断风险和机会呢？可以通过旅行，阅读历史和哲学，不用进商学院。罗杰斯说他的成功来自于发现别人还没有留意的东西。他引用了英国诗人吉卜林说的“只了解英国人对英国又会有什么认识呢？”罗杰斯说他通过美国的视角看英国，也透过英国的视角看美国。

罗杰斯自称是“来自亚拉巴马州的穷小子”，他是在人口只有 7 800 人的迪莫波利斯长大的；因为人少，他们家的电话号码很好记，就是 5 号。最近的大城市是塞尔玛，人口有 1.9 万，在 50 英里开外。罗杰斯的父亲是出生于亚拉巴马一个古老家族，为波顿化学公司（Borden Chemical Company）经营一家工厂，出产牛头牌万能密封胶和甲醛。

罗杰斯就读于耶鲁大学，1964 年毕业。对生活前途一片迷惘之时，他申请了好几所研究生院，在校内参加了一些公司的招聘面试。其中一位多米尼克公司（Dominick & Dominick）的面试官在纽约市一处被称为“地狱厨房”（Hell's Kitchen）的贫民区长大，他和罗杰斯一见如故，很快就给了罗杰斯一个工作机会。罗杰斯说那时候他已经决定秋天赴牛津求学了；他问这位面试官朋友可否只工作一个夏天。最后事情就这么定好了。而那时候的罗杰斯连股票和债券都分不清，但很快他就喜欢上了证券行业。

“我喜欢的不是有很多钱可以投资的感觉，因为那时候我也没什么钱。但只要人聪明，肯动脑筋，关注世界态势就错不了。那时我特别关心世界时局，如饥似渴地看书阅读。你用不着为挑选合适的领带犯愁，用不着加入乡村俱乐部，也用不着参加什么家长教师联谊会。想干什么就干什么，还有人付钱给你，我觉得那是我见过的最让人兴奋的工作了。”那年秋天，罗杰斯去了牛津。因为个头小，成了划船队的舵手。（有趣的是，约翰·邓普顿也是南方一个小镇长大的，也上了耶鲁和牛津，他和罗杰斯是由牛津大学贝利奥尔学院的院长介绍认识的。）

罗杰斯说话轻言细语，有点腼腆，但语速却很快，而且犀利中肯。他个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

头不高，脸形较阔，和颜悦色，总是穿着一件运动外套，戴着颜色鲜艳的蝴蝶领结。他爱穿不合身的肥裤子，不穿大衣，即使在纽约最冷的冬天也不穿。直到回美国后他才意识到自己最大的兴趣在国际金融领域。用他自己的话来说，他想要做个"苏黎世的守护神"，像瑞士银行家那样到处做各种投资。1965 年夏天，他回到多米尼克公司，在公司交易部门工作。后来他去当了两年兵，在军队里帮指挥官管理投资组合，越发下定决心要多赚钱。"我想赚够了钱就永远不用担心工作了。"罗杰斯说。

退伍后罗杰斯在贝奇公司（Bache）工作，后来又去到迪克·基尔德（Dick Gilder）公司工作，他说在那儿学到了"最好要懂数字，20 世纪 60 年代很多人都不知道自己在干什么。至于到了这样的程度：很多人都在赚钱，却不知道是怎么赚到钱的"。罗杰斯后来又到纽伯格－伯尔曼（Newberger & Berman）、阿霍尔德－布雷希洛德合伙公司（Arnhold & S. Bleichroeder）工作。1970 年，他见到了乔治·索罗斯，并与之组成了行业内最成功的"双子星"投资团队。他们一起合作时，从来没有过低迷的年份；从 1969 年 12 月 31 日到 1980 年 12 月 31 日，索罗斯基金狂涨了 3 365%，而同期的标准普尔综合指数却只涨了 47%。最开始时就只有他们两个加一个秘书，索罗斯负责交易，罗杰斯主攻研究。

这个基金的特点是独立的投资思想：罗杰斯和索罗斯都没有时间关注华尔街的研究分析师，这群人都喜欢跟风。没有人是那么致富的。罗杰斯说："那样破产起来倒是快。"但罗杰斯也不认为自己就是个反向投资者，他说这些投资者就会从 1959 年开始每年买进美国钢铁（现在的 USX）然后亏钱。不仅要与众不同，还得找对时机。

基金最大的成功来自于预测大的总体变势的能力，这个变化是长期的而非周期循环的。罗杰斯现在自己做投资时仍然以这个为导向，他解释说："我们对公司下个季度如何盈利、怎么运输铝材都不感兴趣，我们关心的是大的社会、经济和政治因素在将来如何改变某个行业或是某些股票的命运。如果我们所看到的事实与股票的实际市场价格存在巨大差别，那就再好不过了，因为这时候我们就可以赚钱了。"这也是华尔街所称的"自上而下"的投资方法。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯和罗杰斯组合10年后，尽管公司人数有13人，但拿主意的还是他们两人。那段时间内，基金从1 200万美元起家，涨到了2.5亿美元。这也是罗杰斯1980年离开的一个原因，他认为基金太大就无法管理。他离开时获得的收益达到1 400万美元。

罗杰斯说自己是个特立独行的人，不喜欢与人来往。他的个性有些放荡不羁，不属于合群或者从众的类型，但他却乐于在哥伦比亚大学商学院教证券分析。他用第一堂课的教学收入换取了哥伦比亚大学体育馆的终身会员身份。

罗杰斯计划把他的大部分资金留给牛津和耶鲁作为访问学者基金，帮助别人像他那样扩大视野。学生只要在接下来的两年里花3/4的时间在国外就可获得资助，没有其他限制。他对哥伦比亚大学的学生说："要学习历史和哲学，干什么都可以，宁愿在桌旁枯坐或是去远东搭便车旅行你都不要去读商学院。"他强调只有这样才能形成全面的人生观。

罗杰斯自己也曾考虑要读个MBA，但是多米尼克公司一位高级合伙人告诉他："随便做点小投资吧，做一笔业务学到的东西都比两年在商学院学到的多。"罗杰斯后来没有去读，但很快就尝到了亏钱的滋味。1970年1月，他觉得熊市要来了，把所有的钱都用来买进机械工具公司的期货。1970年5月26日，他卖出了这批期货。他说："时机还不错。"然而这批期货当中有很多在三四个月内价值涨了两倍。后来的几个月里市场重振旗鼓，罗杰斯又重新卖空。然而在那之后，市场持续走强两年，罗杰斯亏掉了所有的资金。虽说数目不是特别大，但亏得一无所有。他觉得多米尼克的那位合伙人是对的：这段经历尽管痛苦，他却学到了最有益的经验，他后来还很庆幸自己有过这么一段经历。

现在处于"退休状态"的罗杰斯经营自己的资本，他说："每个人都梦想发大财，但我告诉你，那可不是件轻松的事儿。"他把自己的成功很简单地归结于勤奋。他说做全职基金经理时，"我生活中最重要的就是工作，工作没做完就别的什么都不干"。他和乔治·索罗斯合伙时搬到了纽约市河滨大道一幢漂亮精致的房子里，他每天骑车去位于哥伦布环岛的办公室，在那儿马不停蹄地工作，他10年内没有休过一次假。他现在还住在那幢房子里，俱乐部风

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格的装修，地下室里还有个工作间。罗杰斯说：“工作最紧张的时候，我真的知道世界上正在发生的许多事情，事无巨细，无所不知。”他说当他的意见和他人都不一致时，他也不会担心自己对不对。“有人晚上睡不着觉，我是一碰枕头就睡着。”

在变化中投资

在国内，罗杰斯也像在国外一样，投资整个行业。首先他形成大的投资框架概念，然后买进他认为一定会回转的行业里所有的股票，就像在国外买进所有股票一样。那他是怎么选择行业的呢？他关注的是重大的长期性变势，忽略波动的商业条件。“投资者寻找低买高卖的机会实际是在找未被认出或者未被发现的新概念或者新变势。不论看到什么，不要只是看着就说，比如‘那是块棕色地毯’；而应该想到‘这地毯会怎么变化呢，或者这地毯会发生变化吗？世上有什么东西可以让它现在或者3年之后产生变化吗？’看到一家已经破产的公司，不要以为它就会总是破产经营；看到一家公司大幅成长，也不要想当然以为它总是会大幅增长。所以要善于关注变化。我所指的变化是长期性的变化，不只是商业的周期循环变化。我要找的是在经济走下坡路时还表现不错的公司，就像20世纪70年代的石油行业。那10年里石油行业经历了巨变。”

罗杰斯要寻找的主要是四种变势：

1. 灾难。例子包括洛克希德公司和克莱斯勒公司。如此大规模的公司危机表明公司所在的整个行业都将面临灭顶之灾。通常，如果两三家大型公司破产或濒临破产使得整个行业处于危机之中，那么只要有改变某些基本状况的因素，整个行业就有可能会反弹。在谈到急需“变化催化剂”的行业时，罗杰斯举了已经破产多年的钢铁行业，但是直到目前还没有任何摆脱现状的可能。

2. 每况愈下的情势。这就是所谓的“树怎么也长不到天上”的道理。如果某个行业非常热门，投资机构拥有该行业内顶级公司80%的股份，投资者



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就有理由推断股票市场估值已经过高了。出现这种情况时，罗杰斯会卖空行业内多只股票，而不是一只。这时候应该非常小心谨慎。即便因为股票在高位也不意味着它不会涨得更高。所以他总是非常精准地估计情况变糟的主要拐点会在什么时候出现。

3. 新趋势。20 世纪 70 年代，妇女开始舍弃浓妆，或者根本不化妆。罗杰斯研究了雅芳的产品，发现其价格是收益的 70 多倍，是肯定会跌的。于是他在 130 美元时卖空，一年后以低于 25 美元的价格又买进。

其他新趋势有日托服务机构、连锁医院和垃圾处理业务。罗杰斯 1969 年参加了一次垃圾处理会议，那时候新的竞争对手打破了市政府和黑手党的两家垄断。其他开会代表——有些还是狠角色——非常惊讶华尔街的人居然会出现在垃圾处理的会议上。但就是这些狠角色中的很多人现在在棕榈滩有豪宅，他们的公司在纽约证券交易所上市。罗杰斯还在园林设施供应、护理中心等行业看到了增长的商机，因为随着退休人员数目激增，他们需要更多的休闲活动。

还有一个好例子是摩托车行业。20 世纪 50 年代时，摩托车（罗杰斯自己也说）“档次很低”。但到了 60 年代，本田可以打广告说，“骑着本田摩托车的是最尊贵的人物”，也许还包括马尔科姆·福布斯。罗杰斯不是碰巧及时发现这一机会的，但他自己说要是再精明一点早就发现本田的商机了。

其他的主要变化趋势包括医院；一两代人之前，医院还是由市政府或慈善基金会经营的，现在更多的由盈利性公司经营；还有酗酒治疗和精神健康中心，活动房业务。罗杰斯小时候，住活动房是件很惨的事情，他母亲不许他和住活动房的人为伍，她说那些人是“住拖车的败类”。

同样蕴藏机会的是连锁酒店业。罗杰斯指出希尔顿酒店在过去 30 年市值上涨了 100 倍。过去不同城市的酒店，甚至非常高档的酒店都是单独所有，单独经营的。后来人们发现以连锁的方式在同一个名下经营更高效，也更便于改善质量监控。

4. 政府决定行动时。这时候政府就会出资解决问题。1974 年，罗杰斯成了洛克希德公司最大的外部股东，那时候谣言四起说公司会破产。罗杰斯注意到 1973 年阿以战争时，尽管以色列拥有先进得多的飞机和飞行员，但埃及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

空军相比以色列空军还是有更多胜算。罗杰斯发现埃及装备有苏联提供的电子装置，而这些装备当时美国还无法提供给以色列，因为越南战争时期，美国军方集中力量保障军火的每日供给，从而忽视了长远的技术开发。了解到这点之后，罗杰斯推断美国必须在防卫电子设备方面赶超苏联；而洛克希德拥有最好的电子设备；股价从每股 2 美元涨到 120 美元。罗拉（Loral）公司股票从 0.35 美元涨到 31 美元，E 系统（E－Systems）从 0.5 美元涨到 45 美元。那时候 E 系统还少有人知，罗杰斯是通过询问洛克希德和诺斯罗普、阅读交易报告和咨询国防专家才得知谁是它们最有力的竞争者。（E 系统涨到 8 美元时，罗杰斯和看上这只股票的一个银行家讨论过，但是说银行只能等到股价至少为 10 美元时才能买进，因为那是机构投资政策规定的分割点。）

另一个政府介入就会有变化的行业是养老院。20 世纪 60 年代以前都由年轻人照顾老人，但后来政府通过医疗援助项目、医疗护理项目、养老院扶持措施等加强介入。经营养老院的公司开始大量公开募股。当最大的一家四季公司（Four Seasons）破产时，发现公司一直在使用虚假账目。其他很多公司也是因为摊子铺得太大无法盈利，丑闻一个接一个，整个行业就在市场中崩溃了。不久之后，罗杰斯注意到有些公司开始紧锣密鼓地运作，剥离边缘部门和亏钱的业务，慢慢开始盈利了。因此他参观了几家公司，很快就意识到尽管因为整个行业臭名昭著的问题，近几年没建几个养老院，但是美国人口却一直在不断老龄化。所以他就大举投资了。

供给和需求

这一点说明了罗杰斯另一条中心原则：供给和需求的重要性。罗杰斯认为致富的窍门就是正确估计供求关系。他说，不论是共产主义者、华盛顿，还是其他什么人都不能否定这一条法则。这也是他最重要的理念之一。

作为这一原则的例子，罗杰斯提到了石油行业。他问，为什么 20 世纪 70 年代的油价会飞涨？大家普遍认为是欧佩克的影响。但他的回应是，从 1960 年开始，欧佩克每年都试图提高原油价格，但一直未果：因为价格总是回落。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

真正的原因要回溯到更早。20 世纪 50 年代，最高法院裁决美国政府可以调整天然气价格。政府照做，将价格调到非常低，低得让生产天然气变得几乎无利可图了。所以天然气通常是在产油时顺便燃烧掉了。因此从 50 年代后期一直到 60 年代很少钻井开发天然气。但与此同时，消费者醒悟了，认识到天然气做燃料的优势：天然气比油或煤更便宜，更洁净。用户们正好在天然气开采下降时都开始转用天然气。所以到 70 年代初，很多天然气管道公司都供不应求。罗杰斯记得当时注意到管道公司债券计划书上都不再承诺会有足够的天然气供应来付利息。从赫尔默里克 – 佩恩（Helmerich & Payne）这家钻探设备提供商的年报看，罗杰斯发现美国的钻井数目在不断下降，就是因为人们没有赶上所要求的开采程度来保证全国的石油和天然气供应。

罗杰斯去塔尔萨参观了好几家钻探公司，都说业务状况堪忧。他知道如果让管道公司破产，断掉全国各地炉子的天然气供应的后果是不可想象的。因此，从受困最严重的陆上钻井公司开始，罗杰斯买进了石油钻井股、页岩石油公司股等行业内基本所有的股票。不久以后，欧佩克的 4 倍涨价和石油禁运给市场注入了一针强心剂。但在 1971 年，也就是欧佩克在 1973 年成功涨价的前两年，罗杰斯就知道必须得大力改善天然气行业。基本条件已经具备，欧佩克只是给了个物理上所说的“诱因”。

但是后来有了“树怎么也长不到天上”的后续。油价从 2.8 美元涨到 40 美元一桶时，全国都开始节能运动：建筑物改用绝缘材料，换小排量汽车，使用更高效的电器。但同时却开始加紧石油开采。这两个因素一起作用，供求关系等式就倒过来了。石油和天然气价格带着股价一起跳水。

投资过程

罗杰斯选股有什么技巧呢？其中一条已经提过，他从不和股票经纪人或证券分析师谈话。在他看来重要的是，养成独立思考的习惯，就像他和乔治·索罗斯大获其利时做的那样。他说：“我一直觉得坐下来自己阅读要好得多，和别人谈话会混淆自己的想法。我就自己坐着，阅读，把事情想通要容

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易成功得多。”

罗杰斯说他从来没有因为内幕消息而赚钱，哪怕消息是合法又合乎职业道德的。十之八九这么做是不对的，因为这些消息事实上并不准确或者是在传的时候被断章取义了。“如果你的内幕消息是公司总裁那儿来的，就会亏一半的钱。如果消息是董事长那儿来的，那你就全赔了，所以不要碰那些内幕消息。”

在做全职资金经理时，罗杰斯至少要看 5 个国家的报纸，40 多种期刊，80 多种交易报告，包括《综艺》（*Variety*）、《出版人周刊》（*Publishers Weekly*）、《铁器时代》（*Iron Age*）等这一类杂志。大部分刊物都非常无聊，还有很多公关人员写的浮夸之词。但有时候会有启发性的文章或者广告。罗杰斯还阅读几百份年报，跟踪很多公司的内部交易数据。他现在也大量阅读，但比以前要少。

罗杰斯的很多投资点子都来源于对日常世界的观察。一个很典型的发现就是第一银行。罗杰斯在美林的经纪人要他开一个现金管理账户（CMA）。罗杰斯注意到他的 CMA 支票是由第一银行开具的，但这家银行他之前从未听过。他查了下这个公司，发现该公司有一个计算机系统，专门用来给其他的主要经纪人在支票和信用卡处理增长时使用。他情况了解得越来越多，也越来越中意这个公司。不久他就成了股东，股价从 20 世纪 80 年代中的 6 美元涨到 1986 年中的 30 美元。

罗杰斯买股时的一个主要观点是坚持买进时价格低廉，就算天下大乱，最糟的情况也就是投资资本在一段时间内没有结果。他说：“我总是先往下看，再往上看。”在公司处于破产期时买入就是个好例子。但投资者永远不可能肯定看空，不管有多正确，市场总可能和你对着来，让你赔掉很多钱。

他从不试图避税。正如他所言，他到北方来时就是“冲着交税来的”。罗杰斯从未借助过合理避税手段，他说这些做法在经济上会有严重后果。

罗杰斯忠于自己强调供求关系的原则，什么生意赚钱就做什么交易，所以他在商品交易方面很活跃。他做过橙汁、菜子油、土豆生意，甚至还在糖类交易所买了个席位，间接赌糖价上涨。

罗杰斯的一条主要准则是：“不能亏钱。不明就里就不要玩了。”收好你

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的钱，买短期国债或者放到货币市场基金里。休息一下，去海边度假，看看电影，下下棋，随便干什么都行。

“等你知道时机已到，就把钱从货币市场基金里拿出来，投资无论什么样的好机会，都要等个四五年或者10年。你会知道什么时候该卖出，因为你比任何人都了解这只股票。拿到钱后，又放到货币市场基金里等待下一个机会来临。”

罗杰斯喜欢会计表格，那是他主要的分析工具。“上千张会计表格，很多数字。”他不用电脑，什么都用手做好。以前有三个人为他做这件事，现在只有一个了。罗杰斯从不登录计算机数据库，因为他不知道那些信息是否可靠。错误的信息还不如没有信息。如果最基本的信息错误，一大堆错误会随之而来，很有可能得出错误的结论。投资者尤其不要看标准普尔或者经纪人事务所报告提供的二手数据。看美国证券交易委员会要求的更具体的年报和10K报告是必不可少的。

罗杰斯说他写信给公司总是索要所有与监管当局有关的档案，有时候还有他不知道的文档。他指出，对那些在美国证券交易所上市的外国公司，美国存托凭证很重要；投资者还可以要求看外国公司以美国的形式发布的20K报告，就相当于美国公司在年报之外发布的10K报告。弄到20K报告尤其重要，因为外国公司年报提供的信息很少。

在财务报告中，罗杰斯说资产负债表要比收入报告重要得多。他也非常看重折旧账目。他喜欢买进那些濒临破产的股票。从折旧而来的现金可以看出公司是否会在报告亏损的情况下存活下来。折旧和摊销都记在账上，并不是“出了门的现金”。

罗杰斯整理了多年来他自己的会计表格。犯了严重错误的时候，他会在基本的会计表格上画一条线，标明他之前忽视的部分，比如公司应收账目的走势或其他信息。他发现准备好长期的，比如10～15年的会计表格必不可少，因为这些表格可以提供了解公司必要的历史信息。

比如说，罗杰斯会看好多年来的公司获利能力：报告结果好时，为什么会好？结果糟时，为什么会糟？罗杰斯喜欢在势态糟糕但马上转好的时候买进，而不是要等到情况已经在转好的时候才买。所以他必须知道情况会有多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

糟，也要知道情况可以转到多好。

罗杰斯仔细关注跟踪的比率数据如下：

1. 资本支出

a. 绝对值

b. 折旧百分比

c. 总厂房与设备百分比

d. 净厂房与设备百分比

资本支出与折旧的比率并不是科学数据，但看很多年的数字就有指导意义了。比率很高时投资者很有可能在最高位；比率很低时，也就是行业没怎么花钱时，前景就不错，因为行业生产的产品供应开始枯竭。

2. 然后罗杰斯会看销售量与应收账款比率、债务与资产净值的比率和其他比率。当基本没有存货，应收账款很低，利润率为20%，税前资本收益为25%，资本支出每年以40%～50%增长时，罗杰斯就嗅到了最好的良机，这是卖空的好时机。

罗杰斯说每只股票都有可能被看成是成长股。铝业在20世纪四五十年代时还被看成是成长型行业。大多数之前的成长行业都会在后来恢复；这并不意味着这些股票又是成长股了。但是如果别人都看它们是成长股，那么你就有个卖空的机会了。

谈到行业变糟拐点时的情形，罗杰斯举了金融服务行业为例，比如投资银行和股票经纪。这些机构雇用大量工作人员，扩展服务，在市场筹集资金。你可以看到报道说很多哈佛商学院毕业生宣称想去投资银行任职。这个时候，尽头就快到了。商学院毕业生蜂拥至一个行业也是发展至顶的一个信号。比如雅达利（Atari），一家快速成长的电子游戏制造商，招募了哈佛商学院5%的毕业生。3年后，公司就破产了。

罗杰斯喜欢根据他经过试验可靠的比率来看势态可以有多糟。如果到达最低限时，他就认定势态会开始反弹。比如，一个行业内的三四家大公司都在亏损，就像20世纪70年代的汽车行业，要么以后根本都没有汽车行业了——这是最不可能的或是情况会有所好转。事实上，汽车行业在60年代受

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到过度管制，[1] 70 年代管制才放松，并且资本需求下降了。所以罗杰斯买进了福特、通用汽车和美国汽车（后来被克莱斯勒收购，现在是戴姆勒－克莱斯勒的一部分）。如前面所说，核设施也会遇到一个类似的拐点。尽管问题不断，但总是需要这么一个行业。所以罗杰斯预见到一个买点。投资者如果发现几个大公司都在亏损，资本开支基本停止，那就等着行业复苏机会的到来！

市场周期

罗杰斯介绍说，看市场是如何轮转的：某个公司或行业情形非常糟糕，但股票仍在坚持。一小群人因为他们的先辈曾在这个工厂工作，或是其他类似原因开始买进。然后格雷厄姆主义者们买进。到这个时候，这个行业的无论什么产品的供应就开始枯竭：又是供求关系这个关键的窍门！接着市场前景开始明朗，更多的人开始买进。然后股票一涨再涨，华尔街经纪人开始变得乐观，所以他们的客户开始买进。过了大概 5 年的恢复期，公司股票已被认定为成长股（其实不是），又有更多的人买进。

然后股票开始下滑，整个过程倒着走一遍。

在熊市，股价开始跌到合理的价位，然后跌到便宜价格，再接着跌到便宜货的价位。这之后情况变得特别糟糕，几乎所有人都清空出场。

国外视角

1990 年 3 月 25 日，罗杰斯开始了他为期两年、行程 65 000 英里的摩托车环球旅行。他穿过欧洲和亚洲到达东京，从西伯利亚返回阿姆斯特丹，然后向南穿越非洲到开普敦。飞到澳大利亚，他骑着摩托车在这个国家转了一圈，然后到达南美南端的合恩角，向北驶过北美大陆，经由美国到达阿拉斯加州。

① 我发现在那段时间，通用汽车需要应付管制和现代化的资本要求超过了当时公司的市场价值。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗杰斯在旧金山结束旅程，飞回纽约。在他的书《投资骑士》[①] 中，他写道，在缺席两年后走进会议室的情形：

> "有阵子没见你了，"有人问，"最近干吗去了？"
> "我刚刚骑着摩托车环球旅行回来。"
> 他笑着说："真不错。要引起纽约人的注意可不容易。"

罗杰斯喜欢中国的面貌。他说："民族的分分合合会是今后50年的历史主题。"如果说俄罗斯的民族争斗会引起国家动乱，中国经济则会分成3个小的部分：北部、南部和西部，但还是一个凝聚的整体。"很多海外华人都有技术有资本想回国帮忙、投资、赚钱，而国内的中国人张开双臂欢迎。"

但罗杰斯警告说外来人总是被猜疑看待，审慎的投资者不要直接投资中国，而是通过海外中国人所有的公司投资。"比如，如果XYZ化妆品公司宣布将花大力气在中国直接营销，我就会卖空它，但是如果XYZ和一家海外华人所有的、已经成功在中国营销的健康美容公司合作的话，我就会很敏锐地买进XYZ集团或者直接买进海外华人公司股票。"

罗杰斯一个一个地评价非洲国家。他曾预计扎伊尔总统蒙博托会辞职，刚果（金）会衰落。他喜欢喀麦隆，这个国家民主意识在增强，自然资源丰富，受过教育的人都有开阔的视野。罗杰斯解释说："只要时机对，投资者可以在这儿投资于农业、金属、木材和食品生产。他可以买进任何融资畅通的公司，然后转卖给南方的邻国，比如南非和博茨瓦纳，或是北方的欧洲国家。"

博茨瓦纳是罗杰斯很快喜欢上的另一个国家。在非洲其他地方和各地官僚纠缠了几个月后，罗杰斯很惊喜地在那儿受到友好的欢迎。

他在那儿看到让人惊喜的繁荣景象：新车子，在建的房屋；后来意识到越往南走他见到的越是稳固的经济。离开之前他决定要投资。"我很确定博茨

---

① 此书已由中信出版社出版。——编者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

瓦纳的经济和社会结构都很健全，我也很确定那儿有新的股票市场，[1] 政府要扶持股市，反对党也想要发展和鼓励股市。我还很确定，相比红利和其他常规股市价值，那儿的股票很便宜。”但罗杰斯选择博茨瓦纳的最后一个也是最重要的原因应该是它毗邻南非。他说，如果南非快速成长，他在博茨瓦纳的投资表现就会很好，还可以避开南非的政治、经济和社会风险。

罗杰斯喜欢他看到的拉丁美洲。“那儿的政府施行了几十年的外汇管制，现在已经废除。拉丁美洲人民经历了一个完整的周期，他们自己清楚，也就是他们领先于非洲的原因。拉丁美洲人实行了 70 年的外汇管制后发现行不通。现在非洲正到了那个阶段，说‘好吧，我们知道外汇管制行不通，所以现在试试其他措施吧。’”

罗杰斯注意到，只要有外汇管制，就会有货币黑市。黑市可以给你很多信息。“我找到了这样的市场，就像是资本主义的原始阶段，很奇妙，因为如果投资者或者游客只有一个快速可靠了解这个国家的方式，那么就是黑市。”高出银行利率的溢价让他看出了端倪。“如果我可以在银行 1 美元买进 5 个兹罗提（波兰货币），但是在黑市可以买到 8 个，这就说明政府想把货币强卖给人民，并且不敢任货币在世界市场流通。”

确定的事

罗杰斯说：“在我这么多年投资生涯里，我最珍视的一条规则是：总是根据真实情况跟中央银行赌反的。中央银行和政府总是想人为地保持货币、金属、羊毛等其他东西或高或低的水平。通常这些价格都不靠谱，市场也知道价格不靠谱。中央银行每次维护的，不论是金价 35 美元还是 800 里拉兑 1 美元，聪明的投资者总是往另一个方向走。可能会需要一段时间，但我保证你

---

① 博茨瓦纳享有政府收入盈余和贸易投资顺差。那儿的股市我记得很清楚，就是唯一一个经纪人办公室里的一张桌子。每周一次，他走进办公室，在桌上办理好买进卖出的指令，做好他可以完成的交易，然后关门等到下星期再开。这听起来有些不合常规，但你很容易发现投资在那儿的钱都已经涨了两三倍了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

会有出头之日。"

罗杰斯环球旅行回来后，他经常在CNBC有线电视网上一个由他共同主持的节目里发表他的看法，但他从不透露他的仓位规模和回报。通过这些渠道，他宣布了最中意的国家，第一位是中国。罗杰斯认为21世纪是中国的，就像20世纪属于美国，19世纪属于英国一样。他敦促道："教孩子学中文吧！"他的道理既有文化上的也有历史上的：中国人工作勤劳，很有事业心，上进心极强；中国人已经准备好为了明天的福祉推迟今天的享乐。他们前面还有海外华人兴旺发达的榜样。中国早在1979年就开始实行市场经济，不像俄罗斯，中国以香港为模范，保有战前资本主义的记忆。罗杰斯宣称，中国将是21世纪世界上最富有的国家。

罗杰斯也对印度热情高涨。印度有世界上最大的中产阶级，1.5亿~3亿人。经济规模比法国、英国、意大利、巴西都大，排名世界第五，仅次于美国、中国、日本和德国。印度有民主和法制的遗留传统。印度人很聪明，承担硅谷的软件编程工作。罗杰斯写道："20年后，很多美国人的税款要通过互联网由新德里的会计计算，财务计划书是由加尔各答的公司完成，日常的法律公文，比如遗嘱或离婚协议将在班加罗尔撰写。"

最近，罗杰斯对非洲的热情不减。"非洲的50多个国家从过去40年的错误中学到了很多。他们沉默不语，以致投资界都没有留意到。非洲在过去几年里已经发展了25家公开的股票市场，有些提供了非常诱人的机会。"他也认为部落战争越来越少，独裁者被多党制体系取代。事实上，罗杰斯的一条投资建议就是非洲的旅游业。他在1998年《价值》杂志上写道："非洲有撒哈拉沙漠和北部的阿拉伯文化；中部的刚果河和纵深神秘的丛林，还有非洲的加利福尼亚，南端的南非。"1994年，罗杰斯开始在加纳投资，他说是"玩玩可可和黄金"，在那里他买进了联合利华、美孚、吉尼斯和渣打银行。

罗杰斯的另一个最爱是茶叶。15年来，茶叶价格一直下跌，茶叶种植被棕榈油、橡胶和大豆生产取代。他认为，随着亚洲的致富，东亚的大批人口将会消费更多的茶叶。茶叶之后是糖，罗杰斯在1998年注意到糖期货从之前的历史最高位下滑了85%。他觉得拉丁美洲的制糖产业将是个诱人的投资机会。因为同样的道理，他在国外商品交易所买了一个席位。最好的地点是东

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

京和布宜诺斯艾利斯："买这么一个席位意味着很便宜地进入这些市场，地区商品市场将继续发展并且进一步融入世界市场。"

罗杰斯在1997年一篇专栏文章里总结了他的全球投资建议："侦查出哪些国家能达到使美国繁荣发展的那些理念和原则的标准，即不受束缚的经济和自由市场。"罗杰斯援引了加拿大菲莎研究所的研究来证明他的观点。研究人员考察了103个国家在4个主要领域的表现：资金供给增长和通货膨胀、政府运作、税务和对国际交易的限制。他们的结论呢？"那些在经济和政治开放程度上得分很高的国家，增长率要比静态和封闭的国家好得多。"罗杰斯说。[①] 研究也表明健全的经济体系要比短期的横财或者暴利重要得多。比如，20世纪60年代时，尼日利亚和印度尼西亚都排名在世界十大产油国之列，但是尼日利亚国家财富管理混乱，而印度尼西亚却采取了开放的态度，繁荣发展。

1997年末，罗杰斯为投资者列出了"21世纪的投资国家"，其中包括爱尔兰、丹麦、博茨瓦纳、葡萄牙、中国、新西兰、澳大利亚、智利、加拿大、秘鲁、韩国、埃塞俄比亚、乌干达、莫桑比克和厄立特里亚。

1999年末，罗杰斯在又一次环球旅行时经过西欧到中亚，他很中意国际石油公司，但是他认为当时他到过的国家里唯一表现出真正潜力的只有土耳其，但在那儿他还没有准备好行动。他认为俄罗斯和中亚的前苏联国家一样会土崩瓦解。他在西欧看到的也不满意，东欧也没有什么潜力。

1999年底2000年初，罗杰斯断言商品整体上会经历一个长期的成长期；并且为此他成立了商品指数基金。基金是基于他自己设计的衡量标准，这个标准在他看来要比已有的指数更能反映出不同商品的合适分配。

罗杰斯说："学会卖空，这点在今后几年时间里，在世界很多地方就会显示出它的价值。"

---

① 毫无疑问这是正确的，但是也应该区分原因和结果。身材比例很好的女士经常穿比较暴露的衣服，但这并不是她们身材比例好的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第十二章】

乔治·索罗斯：宏观游戏



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如今的乔治·索罗斯已成为闻名遐迩的资本管理大师，部分原因是由于他经营离岸基金的骄人业绩，但更多是由于他在东欧国家的各项慈善事业，为此，他至今已投人了15亿美元，并将追加更多投资。

在所有公众持有证券投资组合的经营商中，索罗斯无疑是最出色的：长达29年保持着约33%的年复合增长率。他只在短期项目上压注，是个投机者，而不是投资者。和沃伦·巴菲特等人利用保险公司的内在杠杆一样，索罗斯将筹集的资金及金融衍生产品运用到了极致，他所获得的收益是一个传统型基金经理望尘莫及的。量子基金设立于荷兰属地安的列斯群岛的库拉索岛，是索罗斯的主要金融工具，资产额近90亿美元。1969年量子基金创立之初，仅有1万美元，而1997年的价值就已经超过3 000万美元。到了2000年，量子基金遭受了一连串重创，先是业绩在年初下滑30%，而后，几位重要的基金经理又相继离任。

索罗斯的个人资产达几十亿美元。他的第二任妻子苏珊秀外慧中，负责管理巴特装饰艺术研究中心。两人现居住在曼哈顿上东区。另外他在纽约州的贝德福德、康涅狄格州的华盛顿，及伦敦的南肯辛顿均有房产。在南肯辛顿，他曾因一些琐事与一个厨师吵得不可开交，在贝德福德还和社区居民因有人家前门设计太大影响社区美观之类的事吵个没完。他打得一手漂亮的网球，滑雪也很出色。他几乎不与其他金融家接触，也很少参加俱乐部等活动，但却频繁出席纽约对外关系委员会会议。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

乔治·索罗斯看起来很严肃，他身材健硕，眉毛微卷，嘴唇微薄，下巴棱角分明。他一头硬发，总是修剪整齐；声音低沉而沙哑，带有匈牙利口音（他还会说法语和德语）。与大多数杰出的投机商人不同，他文化修养极高。他的父亲是一位有钱的犹太人律师，在“一战”中被俄国人逮捕，后来逃走，亲身经历了俄国的十月革命。在“二战”期间，小乔治一直接受父亲的教育。在德国人占领的匈牙利，据说他的父亲曾为之后演变为政府的组织管理过犹太人财产，但后来却一直颠沛流离，四处躲避战乱。战争结束两年后，17岁的乔治只身来到英国。从伦敦经济学院毕业后，他进入辛格－弗里德兰德合伙公司（Singer & Friedlander）做了一名股票套利交易员。他从事“内部套利”，即计算带有认股权证的股票或债券的相对价值，然后将它们拆开来卖。

他于1956年来到美国，先后在F. M. 迈耶合伙公司（F. M. Mayer & Co.）和沃特海姆公司（Wertheim & Co.）工作，从事欧洲证券业务，但后来业务因利率平衡税的实施而取消。他与酷爱音乐的德国籍前妻安娜莉丝住在格林尼治村（Greenwich Village）的一间公寓里。他花了3年时间撰写一本哲学书，却最终放弃，但其中部分思想还是在他的《金融炼金术》（*The Alchemy of Finance*）中得以体现。1963年，他加入了阿霍尔德－布雷希洛德合伙公司担任证券分析师。这家公司创立了一项名为“双鹰”的离岸基金，并在1969年交由索罗斯操作。同样是在这一年，他在一份研究备忘录中描绘了一种新的投资工具——房地产投资信托（REIT）的诱人前景。他充分肯定了这项业务，并准确预言了REIT市场将经历一个繁荣、过度发展并最终崩溃的过程。他购进了一些REIT，并于1974年REIT市场过热时全部售出，狠狠地赚了一笔。他在1971年将这部分资金总额的1/4投入到日本证券市场。

1969年，时值39岁的他决定开创自己的事业，并与吉姆·罗杰斯合作共同创立了量子基金——历史上最成功的大型基金之一。由于量子基金没有在美国证券交易委员会登记，不能在美国出售，因此其股东都是外国人，大部分是欧洲人。量子基金大量利用差价从事商品、外汇、股票和债券的跨国投机交易。索罗斯自己透露，量子基金的资本主要投在股票上，而对商品和外汇的投机主要是利用期货和筹集资金。量子基金做空了迪士尼、宝丽来、特劳碧卡纳（Tropicana）等几大机构股，在1973年和1974年都赚了钱，而那

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

两年对大多数投资者而言是痛苦的回忆。他又以120美元的价位做空了雅芳，这只典型的“一次性决策”股票打了漂亮的一仗。

多亏了罗杰斯的先见之明，量子基金率先发现了国防工业股的投资价值，而其对高科技股的投资也领先于其他人。1979年，量子基金持有M/ACom 8%的股份；1980年持有博尔特·贝拉尼克-纽曼公司（Bolt Beranek & Newman）23%的股份；还分别持有化学核能企业（Chem Nuclear Enterprises）5.3%和规划研究所（Planning Research）3.4%的股份。他通过石油服务股赚了钱，也因为将其做空而遭受损失。量子基金对房地产抵押担保保险公司（MAGIC）股票的运作也收益良好，后者在加利福尼亚住房市场崩溃中惨遭重创。也是通过那次成功，索罗斯总结出一个规律：“在股票面临危机时避开，挺过危机后购买。”

两人的基金迅速成长，但据索罗斯回忆，罗杰斯那时不想雇用更多的员工，而且除了索罗斯，他对任何人的指责都嗤之以鼻。于是合作就此瓦解。迫于基金迅猛涨势的压力，索罗斯与前妻也离了婚。为了摆脱焦虑情绪，他接受了精神病治疗。据其朋友称，治疗效果显著。

我对索罗斯有种特殊的感情，因为我的第一任雇主伊姆里·德·维格（Imrie de Vegh，其实也是唯一的雇主，如果不算上军队的话）也是一位在伦敦受过教育的匈牙利裔经济学家，他转行做了投资，并成为投资大师。匈牙利是一个坚强、自信的民族，曾抵御过四面八方的入侵者。他们的语言马扎尔语不能为外人理解。他们以陌生人的身份探索世界（犹太人更是如此），对生活慎重思考，不带错觉。和索罗斯一样，伊姆里·德·维格的经济学头脑也令他在其他方面游刃有余；除了经营自己的投资公司，他还和瓦西里·列昂惕夫教授合开了一家咨询公司，为大型公司、企业和政府机构提供投入产出分析。然而公司并不成功。瓦西里·列昂惕夫教授是诺贝尔经济学奖得主，投入—产出经济学之父。（凑巧的是，列昂惕夫现任索罗斯基金会理事。）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯基金会

受早期哲学研究的启发，索罗斯从1979年在纽约时就开始构架自己的“开放社会基金”理念。这个名称是从哲学家卡尔·波普尔的某一社会模式定义而来，即言论公开自由，本质上反对政府独裁。基于此理念，慈善基金会网络发展壮大起来，如今已在31个国家设有分会，雇员达1 300余人。索罗斯任基金会董事会主席，而执行主席则由阿莱·奈尔担任，他在此之前任人权监察协会（Human Rights Watch）主席一职。

索罗斯基金会匈牙利分会最先在社会上产生影响。它成立于1984年，创建之初的关注焦点仅集中在学术及社会研究领域，通过发放奖学金和助学金的形式运作。但到了20世纪80年代后期，匈牙利分会开始资助地下政治团体，为他们提供急需的复印机和计算机，而这些政治团体后来都成长为匈牙利民主派反对党。

随着苏联的解体，索罗斯意识到一场暴风雨即将来临。他知道如果不投入大笔资金在东欧各国，甚至包括俄罗斯都很难搭建起基本设施以此保证开放社会的实现。正如他一再强调的那样，开放社会比封闭社会复杂得多，因为后者只需要中央集权力量的监管和镇压。在1988年波茨坦会议上，索罗斯主张对那些新兴民主国家进行马歇尔计划援助。而当时德国《法兰克福汇报》在头版中指出索罗斯的这一想法简直是无稽之谈。虽然索罗斯基金会分会迅速在波兰、罗马尼亚、保加利亚、拉脱维亚等地建立，但索罗斯仍旧担心自己的投入不足。在俄罗斯，来自民族主义独裁力量的威胁正逐步扩大，这使索罗斯颇为担忧。1992年，他提出一项名为“现金”的方案，呼吁欧洲各国每年向俄罗斯资助100亿美元以保证其社会安定。然而他的建议再一次被忽视了。

西方国家的观望态度最终迫使索罗斯献出了自己的丰厚大礼：为俄罗斯及前苏联的教育项目提供2.3亿美元资助，为俄罗斯科学家提供1亿美元资助。（其实第二项资助更具有战略眼光，这些资金一定程度上抑制了向敌对国

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

出售核技术。）索罗斯还决定1997年再向俄罗斯拨款5亿美元，这将使他取代美国政府，成为最大的资助人。另外，索罗斯还捐资上亿美元，在布达佩斯创立了中欧大学。

一切从简

索罗斯并不会花费很多时间研究经济形势，也不读华尔街研究报告。他主要是通过阅读报纸和国外电讯获取信息，另外，在世界各个重要区域还布置好了“眼线”，与他们保持信息畅通，这让他获益匪浅。加入对外关系委员会使索罗斯与很多美国政府高官结下了友谊，这些人包括当时的国务卿迈德琳·奥尔布赖特和副国务卿彼得·塔尔诺夫。只要一个国家对他而言非同小可，索罗斯就有办法打通政府高层。

据他的属下观察，索罗斯可以以惊人的速度分析并抓住情报的精髓；他的直觉也非常准，当然，这种直觉是建立在广博的知识基础上的。

吉姆·罗杰斯拥有索罗斯管理公司20%的股份，知情人称，他对量子基金前期取得的成就功不可没。索罗斯从宏观上把握大局，扮演交易者的角色；罗杰斯则选择具体操作的国家，是个极其勤奋的股票分析师。

1979年，索罗斯被美国证券交易委员会指控操纵计算机科学公司（Computer Sciences）的股票价格，不得不在同意判决书上签了字。在此之后，1986年他被控越限交易，于是又在判决书上签了字。经营如此复杂的业务，每一项法规都遵守几乎是不可能的，这两次事件也属正常。

商界风云变幻，索罗斯也栽过几次大跟头。例如1981年，他的基金股权下降了23%。他的投资商有一部分紧盯欧洲市场表现，决策时反复不定；还有很多人担心索罗斯可能会丧失领导地位而撤出了资金。两方面原因导致索罗斯的基金缩水至原先的一半，也难怪股东们一个个人心惶惶。而索罗斯采取了难度极大的解决方法，依靠多年来磨炼出的技术，需要每天不间断地高度集中注意力。这对绝大多投资者来说理解起来都有难度，更别说应用了。一个索罗斯式典型手法是做多日元，做空英镑。从收益上看，如果奏效，两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

种途径都能带来巨大利润，但一旦失败就会引发灾难性的后果。然而仅在之后的一年，也就是1982年，索罗斯的基金就上涨了57%，创历史最好水平。而到了1983年底则达到了历史巅峰。

1987年，一场大灾难在数日之内笼罩世界。在500点暴跌之前的几周，索罗斯指出日本股市泡沫严重，于是大举做空。然而第一个崩盘的却是华尔街股市，那天是10月17日。两天之后，据说索罗斯购买了价值10亿多美元的股指期货，加倍在美国股市投入。短暂反弹之后，华尔街再次重跌，这次索罗斯也不得不在惊恐中认输收手。当他的经纪人希尔森抛售标准普尔指数期货合约时，有些人却拒绝购买，像秃鹰一样盘踞在一只岌岌可危的巨兽周围。这使得期货价格从230美元骤降到200美元，低于标的股值的20%。最终，索罗斯也垮了，将股指期货全部售出。然而就在他抛出之后，标准普尔指数期货却立即反弹，以244.50美元成交。这对那群秃鹰简直是一份丰盛的大餐。索罗斯同时还不得不大量抛出现货市场的股票。总之，在这场混乱中，他一共损失了8.4亿美元，即基金的28%。但即使遭受重创，他的基金仍然在那一年上涨了14%。

1992年秋，索罗斯从急速下跌的英镑和混乱的欧洲市场中发了一笔横财，狠赚了15亿美元，也让他因此"臭名昭著"。之后，在1994年初，他打赌说美日贸易洽谈之后日元一定会下跌。这一错误判断使他惨遭6亿美元损失，被人称为"情人节大屠杀"。顷刻间，8只量子基金中有4只折扣售出，包括量子工业、亚洲基建、量子地产和量子英国地产。有报道称之为迈达斯（Midas）[①] 失去了"金手指"。

由于错误估计了美元和日本市场，量子基金在1995年也一路跌跌撞撞。这一次，令人出乎意料，拯救它的不是宏观投资，而是具体的股票选择。通过分析管理层的变动将对公司发展前景产生的影响（例如斯科特纸业），量子基金得以复苏，年底上升了39%。

1997年又给基金带来了一场严峻的考验。量子基金虽然在这一年盈利22%，但俄罗斯证券过分扩张等问题还是使其屡遭重挫，曾在一天之内累计

---

① 迈达斯是希腊神话中的人物，拥有点石成金的能力。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

损失了20亿美元——这几乎占其管理资产的10%。尽管如此，量子基金仍在年内实现了17%的上涨。

索罗斯所遵循的原则是：不允许任何分心。然而至1987年，他发现自己的精力越来越多地为慈善事业所牵扯，这一点就足以使他的投资者们有理由时刻保持谨慎。1988年至1989年上半年，量子基金表现得比道琼斯还差。其实索罗斯自己也倍加小心。适应了管理层有吉姆·罗杰斯、维克多·尼德霍夫等合伙人的模式后，他又部署了一班子项目分管人员。他设立了一支团队负责风险套利，一支负责期权套利，另一个人与他共同关注宏观经济，而美国、欧洲、日本的投资各有一队人负责。同时，他还专门设了一支“做空”团队，包括一名内部经理，其他几位则是半独立的，他们各自独立管理自己的“账本”（索罗斯称之为“迷你账户”）。如果索罗斯喜欢某个账户，他就会增加交易量。那时的他像是一位教练，在指挥作战。

就在索罗斯开始组建自己的管理团队时，我向他推荐了我昔日的老板，也是我的良师益友伊姆里·德·维格，他很有才华，只是不善于领导，曾经想要创立自己的公司，结果失败了。“谁知道我能不能做得比他好呢?”索罗斯那时回答我说，“我也不是很擅长做这个。不过，能吸引很多年轻人来工作，很有意思。”

索罗斯手下有两员干将，他们虽然都很年轻，但绝对不是新手，其中一位是斯坦利·德鲁肯米勒。索罗斯让他负责管理量子基金，而他主要是通过买卖货币和债券，保证基金在迅猛成长的同时产生高回报。当然，他自己也收益颇丰：1999年就赚了10亿美元。他在2000年离任。

另一位是尼克·罗迪，是个让人难以捉摸的人物。1992年，索罗斯把他从伦敦的罗斯柴尔德银行挖来，让他管理配额基金。《金融世界》的记者在1997年还是会问：“那个人是谁?”而罗迪在前一年已被报道说赚了1.25亿美元。他从1995年才开始慢慢走入人们的视线，那一年他利用20%的管理费产生了159%的纯利润，而配额基金那时的资产是15亿美元。紧接着第二年，配额基金的收益又提高了82%。在伦敦汉普斯特德的一座房子里办公的他，截至1997年已把配额基金的资产提高了近3亿美元。也是在这一年，投资者们愿意付68%的升水买人，但由于10月份突然下滑，升水也跌到了50%



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（在此之前，量子的升水一直很低。）到 1997 年年底，配额基金的规模是 25 亿美元。

罗迪在 6 个市场做股指和货币交易时都下了很大的注。他有一次一下就投了 380 亿美元。然而和索罗斯一样，他也并非一帆风顺。1997 年夏天，他在欧洲和美国政府债券上压了 190 亿美元，3 个月之后就收回大部分，但另一个压在日本政府债券上的注却让他损失了 130 亿美元。羞于面对公众的罗迪逃到了南非开普敦外的一处殖民地农庄。在 1998 年，由于开局不利，他对外称自己过度疲倦，从索罗斯的团队退下来；经过一段时间的休整，他又重新出现，然而一年后还是挂冠而去。

做欧元损失了 10 亿美元，索罗斯动摇了信心，对 1999 年科技股过度上涨的形势不看好。德鲁肯米勒也是一样，他说："我不喜欢这种市场，不想像斯坦哈特那样退出。"于是他全部做空。谁料科技股却大幅上涨。到了仲夏，德鲁肯米勒又改变阵营，大笔买回，年底之前也赚了不少。

2000 年 3 月股票全盘下跌，使基金和德鲁肯米勒都遭受打击，而后者还不得不应对与索罗斯的不断争吵。尽管个人资产不用发愁，他还是很挫败，最终也退出了，正像斯坦哈特那样。很多基金投资者也随之撤资而去。索罗斯后来将量子与另一个基金合并，并宣布将实行更为保守的投资策略。

索罗斯的交易日记

索罗斯的投资方法在他的《金融炼金术》的"交易日记"中已有所体现，其中详细记录了他在 1985 年 8 月 18 日至 1986 年 11 月 7 日间的交易情况。这是一个辉煌的时期，量子基金的每股资产净值翻了一番。阅读中我们可以发现，索罗斯会用一些新奇的名词命名我们熟知的事物，比如他称自己的交易为"实时实验"。

交易日记始于 1985 年 8 月。回忆起来，里根总统 1984 年竞选连任成功之后开始减免税收，加强国防建设，美元和股市都出现空前繁荣。外国投资者们欣慰地看到：一个团结的美国不畏苏联压力，正在屹然崛起，而其迅速扩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

张的经济也欢迎海外投资者的参与。

外资的大量涌入使美元和资本市场在里根任期的早期阶段大幅上涨，这无疑加速了新一轮的经济扩张。而经济扩张又吸引了更多资金，进一步抬高美元，如此循环。索罗斯将这一现象命名为“里根大循环”，还有人将其比喻为气泡、雪球或者浪潮。所有的繁荣最终都将以衰败告终，最迟能撑到债务清偿成本累积到一定程度，而无力引进新的投资。然而在此之前，很多因素都可能导致气泡一触即破，还可能引发当地货币迅速下跌，而投机资金也会大量涌出市场。这样就很有可能造成经济滑坡，整体呈螺旋状下降。

索罗斯的交易日记在 1985 年 8 月 18 日开始记录时，他的基金价值为 6.47 亿美元。有些读者也许记得，在那个时期，投资者都担忧货币供给的不断增长意味着经济过度繁荣，利率走高，随时可能崩溃；而当时的经济最怕“硬着陆”。周期性股票是股市繁荣的最大获益者，在当时硬朗得很，但是那些依靠低利率收益的股票却一路低迷。

在他的交易日记中，索罗斯表达了自己对这种传统观点的质疑。他认为这所谓的“大循环”实际上已经摇摇欲坠，因此他预计美元贬值，利率上扬，引发经济衰退。因此，他放弃从繁荣中获益的周期性股票，而转投可周转股票以及财产保险公司的股份，这使他迎来了历史上业绩最佳的几年。至于货币业务，索罗斯仍不看好美元，而大量买入德国马克和日元。另外，他还认为石油输出国组织（OPEC）已濒临瓦解，于是做空石油。

3 周之后，情况还是毫无起色。马克和日元双双下跌，而自从索罗斯以 7 亿美元大举做多这两种货币后——这甚至超过了基金的总价值——他就开始赔钱了。到了 9 月 6 日，马克和日元的购买量已接近 8 亿美元，超出了量子基金总价值近 1 亿美元。

紧接着，美联储在周日召开了一个由五国财政部长及其中央银行行长共同出席的“广场会议”。那一晚，美国仍是周日，而香港已是周一，索罗斯果断出手，大量买入日元。日元大幅攀升，索罗斯从中收益 10%，他那时的日元持有量高达 4.58 亿美元。

在 9 月 28 日的记录中，索罗斯将“广场协定”回忆描述为“人生中的致命一搏……上一周的收益已超出了过去 4 年货币交易的累计损失……”潜水 4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年实在是太长了！这一记述足以体现货币交易着实不易。大获利润及预言得到验证的双重利好促使马克和日元的持有总量由7.91亿美元增加到10亿美元，但是股市和石油却表现欠佳，基金价值只能说整体有所上升，每股增加了7.6%，也就意味着8%～10%的货币交易利润被其他业务拖了后腿。

索罗斯认为股票市场的低迷也证明了他做空美元是明智的。一个疲软的股市一定有碍于消费者及商业支出。同样，股价的下跌也会减少其作为抵押物的价值，进一步产生抑制作用。

截至1985年11月第1周，索罗斯做空美元的投机已达到顶峰：德国马克和日元的总额达14.6亿美元，几乎是基金价值的两倍。照这样发展，投资还将进一步扩大，也就是俗知的金字塔式积加码。这种方式有利于缓解保证金投机带来的严重损失，因为一旦形势发生逆转，即使只是暂时的，外汇风险也会极大。

"我之所以不顾一切地增加我的外汇持有量，是因为我坚信翻盘的可能性微乎其微。我总结了自由浮动汇率的一个规律，就是'转折时期的不稳定性最大，形成趋势时便会减少'。"这可是对货币投机者重要的提示。

索罗斯还发现很多投机者都没有意识到这条随浮动汇率产生的新规则。事实上，他本人起初也没有意识到，要不然他应该更早就全线出击外汇了，也就会在美元下跌时捞到更大一笔。"等到所有人都调整了自己的套路时，游戏规则就又变了，"索罗斯补充说，"如果官方处理得当，外汇投机的回报率会与风险相当。最后，投机因回报不高而不景气，官方达到原定目标，而那也是我适时停止投机的时候了。"

我希望我的读者瞪大眼睛，好好看看这一段，把握好市场动态。几乎所有关于投机的理论体系都有一个致命的缺点，就是公式过于简单，只掌握了部分数据就用来概括之前的某个特殊情况，而一旦与接下来发生的情况不符，或者出现更准确的数据，之前的努力就全部付之东流。

从过去经验总结出的公式对未来没有任何预示作用，这也是可以理解的，管中窥豹，毕竟只能略见一斑。公式只能告诉你在这场捉摸不定的游戏中，应该怎样做才能处于较为有利的位置，而要想真正了解市场，则应该拨开迷雾，了解背后的规律是如何产生的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

回到索罗斯的日记，在 1985 年 11 月的第 1 周，他记录了国际锡理事会（International Tin Council，也是一个卡特尔企业联合组织）的解散已预示了 OPEC 濒临瓦解。他当时在原油市场放空 1.8 亿美元，还购买了几家炼油公司的股份。理由是，如果原油的价格下降，那么这些炼油公司的利润一定会涨。

在 11 月间，意在降低政府开支的格拉姆 - 鲁德曼修正案和可能削减国防开支的里根—戈尔巴乔夫峰会被索罗斯认定刺激股市走强，于是他买入了股指期货。此外，由于国内利率较高，日本的证券市场也不景气。索罗斯觉得既然五国集团已经达成协议将共同促进全球经济增长，日本的利率应该下调了。他进一步记录道：购买长期证券的最佳时机是短期利率高于长期利率……也就是当收益率曲线反转时。他因此购买了 3 亿美元的日本债券期货。

至此，索罗斯拥有 8.59 亿美元基金，持有 15 亿美元的日元和马克，英镑做空 8 700 万美元；他还斥资 6 亿多美元下注赌美元。同时，他花 10 亿美元做多股票和期货，外加近 15 亿美元做多证券，做空价值近 2 亿美元的原油。把所有金额加起来有一定难度，但总体而言，1985 年 11 月，索罗斯大概有 40 亿美元在市场上操作，依靠自己潜在的 8 亿美元资金，在不同的市场做多或者做空。

12 月 8 日那天，他说："我始终坚信我的判断是正确的，如大家所见，我一直在做多外汇。"事实果真如此，虽然他所坚信的与其 8 月份所言大相径庭。之后，他意识到"大循环"是用信贷扩张刺激经济、补助军队建设的最后一招，龙卷风过后，一切都将趋于平静。到了 11 月，事实印证了他的预测：政府开始从全球范围内着手调整衰退的美元，只是力度上有所保留。股票和证券市场价格的全线攀升也起到了一定作用，更强劲的证券价格有助于美联储降低利率。

因此索罗斯记录道："股市大繁荣也许很快就来到了。"很多公司被收购，既减少了过度铺张又偿还了漏账，而没被兼并的公司也在减少支出。美元贬值促进了美国的出口。考虑到以上因素，再联系国际经济政策趋于同步，他感觉到形势非常有利，股票很可能再一次飙升。然而美国将如何减少财政赤字，债权国经济将如何振兴，这些问题仍是未知数，但努力解决问题本身就足以给予市场一定鼓励。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

至于OPEC，大多数石油输出国都在以被索罗斯称为“反向供应曲线”的模式操作，即价格越低，石油产量越大，以弥补收入不足，因而使价格进一步下跌。于是索罗斯仍旧做空原油。

至1986年1月初，索罗斯已经对他的投资组合作了大幅度调整。反思了自己过去过于乐观的态度，他将美国股票和股指期货额度提高了6.43亿美元，外加把国外投资的股票从4 700万美元提升到3.18亿美元，总额达20亿美元。他还把自己的美元债券持有量增加了2.07亿美元，赌美元下跌的金额由5亿美元缩减到零，也就是说美元净头寸已降至量子基金的资产净值。另外，他还扩大了持有的石油空头头寸，升至2.24亿美元。真是翻天覆地的一个月啊！

他记录说：“这次的牛市成功预示了一系列考验将要在市场成熟之前来临；而成熟之时又离崩盘不远了。”未来也许会像他预料的那样，但这期间还要经历一个漫长的过程。

1986年2月，他把股票头寸减至12亿美元，到了3月26日，他认准了自己对股票市场的乐观估计是正确的，至少体现在不断下跌的石油价格上。于是他重建美元和外国股票头寸至18亿美元。自1月份以来，他的基金已从9.42亿美元增加到13亿美元。

到了4月，他再次撤回了8.31亿美元的股票投入，但在随后一周他又买回了7.09亿美元——可美坏了交易员！5月20日，他又卖掉6.87亿美元。这些操作大部分是通过股指期货实现的。

索罗斯持有的股票中，有40%是国内股，2/3是外国股，这些股票都压在三个地方：芬兰市场、日本铁路和房地产股票，以及中国香港房地产股票。芬兰是一个鲜为人知且股票价格被低估的市场，但却拥有包括诺基亚在内的知名企业。对于后两者是出于同样的考虑：过度的流动性在日本和香港都引发了房地产市场繁荣。尤其是日本铁路，长达十多年这类股票没有动静，而现在也只是以其实际价值的一小部分出售。再者，他们可以借钱投入商业地产谋取利益，因为借钱所支付的利息远比购买房地产获得的回报低得多。

7月份，索罗斯遇到了两种矛盾的理论：第一，我们仍处于大牛市中；第二，石油价格的下跌最终会导致螺旋式通货紧缩产生，而使得市场崩溃。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

依照两种对立的理论操作，看起来很奇怪，但投机这行却在很多情况下都行得通，其中也考虑到了投机者的应变能力。如果是两国之间的军事谈判，这被称为“双轨”战略：如果一方不收回导弹，另一方一定不会示弱；而如果其中一方收回，另一方也自然以诚相待。

我也注意到如果股市同时处于两种压力下，一种是积极的，另一种是消极的，那么它不会像我们理所当然认为的那样达到中间的平衡状态，而是在不定情况下同时在两种状态间摇摆不定。所以你必须时刻警惕并作两手准备。例如，战争会摧毁一个国家，也会毁掉那一国的股市。但另一方面，战争意味着过度支出，产生通货膨胀，因而在战时，投资者往往不会买进正贬值的货币，而是购买实物，包括以股票表示的实物。一场战争通常预示剧烈的价格波动，先是全盘下跌，再一路攀升，像是你方唱罢我登场。

无论如何，7 月末，索罗斯还是再一次被可能产生的熊市激起了好奇心。据他观察，石油价格的下跌给经济同时带来了好坏两种影响。这抑制了美国的石油开采，给其他石油生产国造成严重损失。之后，新的税改法案取缔了房地产税保护壁垒，房地产市场价格下跌。而农业也不景气，国防也在缩减开支。更严重的是美元的下跌使得政府更难以减息来刺激经济，因为为了继续持有国内不稳定的外币，高利率是很有必要的。

当世人都信奉“牛市会一直持续”的观点时，索罗斯却看到了相反的可能。那怎么办？他的答案很有意思：“总的原则是我不会把我仍然符合逻辑的任务都停止；而是会在相反的方向，以新的理论另起炉灶。”这也就是为什么后来同一基金的两位或多位经理在某一时间发现彼此操作南辕北辙。

他举了个会让很多投资者迷惑的例子：“如果我起初全盘投资某一头寸，然后以同样数额做空，业绩会下跌 20%，即使对做多和做空产生了同样的影响，我也只能再投入 80% 做多。但如果我适时停止做空，我就能及时跳出。那样的话，即使做空方面有亏损也比在错误的时候卖掉做多的头寸好得多。”

这个例子运用到实际中还要复杂百倍，因为他可能同时进行几个操作。以下是他 7 月中旬的操作记录：“周一，也就是 7 月 14 日，我购买了标准普尔股指期货，理由是如果我们在技术反应上作一处理，市场应该以高价收盘。道琼斯在之前的周一，即 7 月 7 日下滑 63 点，空头预计将在随后的一周继续

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下跌，呈现出一个迅猛下挫的熊市。当市场实际上以低价收盘时，我在第二天则反其道行之，到了周末我做空的头寸差不多超过了做多的头寸。我还做空了部分做多的债券，做多了部分国债期货。然后我又大举进入日本债券期货市场，并双倍做空了美国政府债券头寸。所有这些操作的依据是我期望最终能共同采取措施减息，但因为美元持续下跌，美国债券可能消极应对，而日本债券将上涨。”

我们当中有几人能看透这其中的玄机啊？

从这些索罗斯交易日记中摘录出的片段应该已经让读者对索罗斯的操作方法有了直观的印象。这本《金融炼金术》无疑能为读者提供更多信息。

最近的操作

索罗斯时常斥责那些结构庞大、运作繁冗的机构，还颇不满意别人认为他是“累计期权家”。但他确实是做了几十年的累计期权，而他的量子基金已不再是5亿美元的驱逐舰，俨然成了一艘90亿美元的主力战斗舰。不可避免的是，索罗斯也越来越符合常规，他在美国股票头寸的一大部分都投在道琼斯蓝筹股上。

多年以来，索罗斯一直恪守着自己立下的一条禁令，那就是不在他开办基金会的国家做投资（只有少数情况除外）。然而1994年，他发现俄罗斯的庞大和变幻莫测最适合做投机，从而放宽了禁令。他的初次尝试是灾难性的——他一进来市场就轰陷了。但索罗斯认为俄罗斯是一单可以放长线的买卖，也是一个学习的过程。1997年夏天，索罗斯迈出了大胆的一步，他与Onexim银行主席弗拉基米尔·波塔宁（他可是俄罗斯商界有头有脸的人物）结盟，提供了18亿美元中的9.8亿美元，收购了原国有电信巨头Svyazinvest 25%的股权。索罗斯曾表示自己对俄罗斯私有化进程的关注，于是最终还是没有抵制住机遇的诱惑。索罗斯写道：（1）俄罗斯应适当使其货币贬值；（2）应通过货币制度稳定卢布；（3）国际货币基金组织和七国集团应向其注资150亿美元。如果以上3条不能同时实现，也应该先将150亿美元到位。然

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而索罗斯的建议无一实现，量子基金一天之内下挫10%，损失了10亿美元。他立即遭到严厉的谴责——这已经不是第一次了（我们后面会提到）。在随后的几周里，量子基金重新收回部分损失，11月中旬提前完成15%的年增长目标。

索罗斯最成功的一次投资发生在1992年夏天。他那时急于获得欧洲是否延续不稳定状态的消息，而恰好德国中央银行主席施勒辛格发表了演讲，使索罗斯确认自己的观点——英国货币在汇率制度中的位置不会持久。索罗斯果断抓住了这次千载难逢的机会，召集斯坦利·德鲁肯米勒，调集100亿美元头寸做空英镑和意大利里拉，并囤积大量马克。（索罗斯知道在这场汇率制度危机中，马克是投资者们最安全的避难所。）里拉率先开始动荡起伏。随着压力不断增大，英国央行将其利率提高了近5个百分点，动用了几乎所有的外汇储备力挺英磅……但最终归于徒劳。正当英国及其他几个国家的中央银行都卷人了这场旋涡中时，索罗斯已将9月份25%的收益率收人囊中，而他本人也被伦敦报纸“冠名”为“搞垮英国央行的人”。一如既往，一旦索罗斯认定自己的判断是正确的，他就会从各个角度推进实施。此次行动包括一面攻击英镑，一面做空英国债券。既然英国央行被迫提高汇率以保护其货币，债券价格肯定会不可避免的下跌。然而正当高潮临近时，索罗斯却转移阵营——又一次准确地把握了时机——预料到了将来的威胁和持续下跌的利率，他开始买入英国债券。“我作好准备迎接一场政权变革时，其他人仍忙于应对现行体制。”索罗斯在他的《索罗斯：走在股市曲线前面的人》（*Soros on Soros: Staying Ahead of the Curve*）中解释道：“这就是我的优势，能意识到现状，以及将要经历的革命性变化。”

投资技巧

以下是索罗斯的部分投机原则：

1. 从小数额投资开始。如果收益不错，再进一步扩大投入。在索罗斯看来，汇率时刻浮动，发展趋势是随着不断成长而逐步稳定成熟起来的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2. 市场是不会说话的，所以不要以为自己无所不知。“投资者的资金和智慧都是有限的。当然他们也不必要知道所有事，只要比其他人懂的略多一点，就有了优势。”比如，当索罗斯还是沃特海姆公司的欧洲证券推销员时，他发现德国几家主要银行的证券组合均超过其市场价值，因此，如果你买了这几家银行的股票，实际上是有人付钱让你接受这几家有影响力的机构经营的业务什么都不是。这就是在作判断时你需要知道的。过多的细节只会让人思维混乱。同样的道理，索罗斯在科技股的投资就有些捉襟见肘，因为投资这个领域必须要有一定的专业知识。他因此错过了大部分科技股的昌盛期。

3. 一个投机商人还必须能够清楚界定自己可以承受的风险。这是最困难的判断。

市场理论

据索罗斯观察，股票市场行为理论主要有三条：“有效市场”理论、技术分析的指导性及基本面分析。

1. 索罗斯和另外几个人用自己长期良好的市场表现证明了“有效市场”理论的错误性。某些固执的学者撰文说索罗斯现象可以归结为运气；如果这样说，那么莫扎特是不是也可以归结为运气？商业圈可没人相信。索罗斯讽刺地说过：“越多人相信有效市场理论，市场就越没效率。”

2. 技术分析的理论基础薄弱，而且有时并不能指导实践。

3. 基本面分析认为由公司收益和资产等指标决定股票价格。但股票价格同样能通过发行、股份赎回或者并购等改变基本价值。

我个人认为，最终还是价值决定股票价格。投资者不同于投机家，不必过多考虑短期收益。然而索罗斯进一步总结说反射理论才是最有效的方法。

反射理论的精髓是“观念改变现象，而现象又反过来改变观念”。这种现象俗称为“反馈”。我的理解是如果公主亲吻了一只青蛙，青蛙变成了王子，那么公主就会多吻王子几下，而王子也会回吻公主……之后不言而喻。反过来，如果你把一只好狗拴起来并用脚踢它，说它是“坏狗”，那这只狗就会变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得狠毒，乱咬人，这样一来就会招致更多踢踹，而它也会更加疯狂地咬人。

换成货币，如果投机商认定美元要涨，他们的购买就会推动美元进一步上涨。相应地会产生低利率，刺激经济，证明美元果真上涨。同样，如果投机商们认为微软或某公司业绩上涨，他们就会囤购这一公司的股票，而公司管理部门就会利用这些交易作价购买其他绩优公司的股票，使得自己公司的股票进一步上涨。索罗斯称这种现象是现实与观念相互作用产生的观念所影响的。如果用“鞋带”作比，则一条代表事实，另一条代表观念。也有人称之为乐队花车效应（即从众效应）。

无论是反馈还是反射性，之所以奏效是因为参与者不清楚客观真相到底是什么。而事实上他们自己的行为就是真相本身。（这就是军队决策问题的本质：战争的迷雾阻碍你获取所有信息；而因为你的敌人一直在针对你采取行动，等到你掌握了所有信息的时候，情况已经发生了变化。）

爱德华·N·卢特瓦克曾写道：“不幸的是，伯克利、海森伯格等人在很早之前就发现了这一定律，而索罗斯一会儿私下声称自己为原创，一会儿又声明不是自己的原创。”《经济学人》（*The Economist*）提到“反射性”现象时说：“麻烦来了：找一个曾经否认过自己是原创的人吧。”

索罗斯曾经希望将反射性理论进一步发展，像凯恩斯用他的《就业、利息与货币通论》一书来解释20世纪30年代的大萧条一样，来说明他所预料的这次发生在20世纪80年代的萧条。尽管他认为这一想法既有价值又具趣味性，但还是不得不承认他至今仍没有形成一套合理的经济学理论。投机商、政治家和决策者们都明白这一道理，正如杰弗里·A·弗兰克尔在其1999年3、4月号的《外交事务》杂志中指出的那样：“对于一个经济学家来说，得知他的理论被其他经济学家忽视是很让人苦闷的。”

索罗斯对体现反射性现象的金融领域很感兴趣，尤其对这两类关系：其一是贷款与担保之间的关系，其二是监管机构与经济的关系。

贷款行为增加了贷款额所基于的担保品的价值，前提是赚到的钱的数额大于贷款的利息。假设日本铁路这样的公司或者一个国家以低价借来资金，便宜购买到生产性资产，那么盈利就会顺理成章。借贷资金通常会刺激经济，而且经济实力越强越能使资产价值和收入得到保障，从而建立起信誉。然而，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果最终债务得不到清还，那只能卖掉担保品，使之贬值，而整个过程也反向发展。

索罗斯之所以成功，其中一个关键因素是他灵活运用了大量衍生产品，尤其是期货合同。这些衍生产品不但为索罗斯提供了建仓的杠杆，而且如果运用得当，它们还可以在不剧烈影响市场的前提下短期内实现大宗交易。这使得索罗斯可以在相对隐秘的情况下操作。但是联邦监管机构却担心衍生产品的不稳定性，尤其害怕那些把钱借给索罗斯或其他高风险资金管理者的银行最终无法脱身，就像曾经的美国长期资本管理公司（LTCM）一样。

均衡理论

投机的乐队花车效应在传统经济学的均衡理论中没有解释。传统经济学认为大多数物品都以其固有价格进行交易，而市场也应该准许。但此理论在参与者众多的市场并不适用，因为这样的市场会随着群体激情的涨落而浮动。

如果索罗斯把投机市场行为融入到传统经济学理论中，那绝对会令人瞠目。但他做不到也并不奇怪，投机市场和战争、扑克游戏等复杂情况一样，需要社会学家来分析；计算方面则需要博弈论和复杂理论等新学科的理论来分析。索罗斯承认自己对这些领域都不熟，但他喜欢引用不确定原理。他觉得自己的优势正是在于自己能不断质疑自己的分析，能清楚地意识到自己或者市场犯错误在所难免。

索罗斯承认传统经济学中的均衡理论以及完全竞争、完全信息、同质产品、平稳供求曲线等经济学假设都是解不开的谜。而在现实中，买还是不买则完全依赖“预期”。如果某生产商认为其产品价格将下跌，那么他就和商品投机商一样，会大量抛售。（或者像日本人那样扩大生产线，降低单位成本以抓住未来市场。）相反，如果价格上涨，人们会认为供应将上涨，需求下滑，往往会采取措施抑制上涨情势。然而也有恰恰相反的情况：某货币上涨后抑制了通货膨胀，又出于其他种种原因，这种上涨反而会自我验证。又因为供求曲线很大程度受市场因素控制，使得均衡丧失，趋势越发明显。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

索罗斯认为股价的原动力是隐形趋势和显性“偏差”（通常被称为标准预测）的叠加，而两者均受股价影响，使得这种影响表现为自我巩固或自我调整。

每一个循环都有其独特性，但也具有共性：

1. 投机交易随趋势不断保持而越发重要。
2. 偏差与趋势发展一致；趋势持续时间越长，偏差越大。
3. 趋势一旦固定则按常规发展。

汇率走势容易出现大的波动。基于以上三点规律，索罗斯发现投机使货币越发不稳定。这就是索罗斯反对自由浮动汇率的部分原因。

在索罗斯看来，典型的繁荣——萧条概念会带来以下后果：

1. 市场暗流涌动
2. 初露端倪的自我巩固过程
3. 市场发展方向得到验证
4. 日趋坚定的信念
5. 现实与观念差距增大
6. 达到繁荣的高潮
7. 反方向镜像自我巩固的出现

索罗斯第一次应用繁荣——萧条概念是在跨行业兼并浪潮中；另一次是他操作房地产投资信托基金时。两次的吸引人之处都在于企业以高于账面价值的价格出售股票，“反射性”地积累资金。

另外，索罗斯表示，即使事先有所预知，事态也可能恶性发展：事件只会在转折点出现时逆转普遍观念，而这一关键时间点很难把握。换句话说，你知道某种情况将要发生，但除非你也知道什么时候将要发生，否则知道与否都没有意义。尤其在你处于空方时，准确把握转折点至关重要。

索罗斯作为交易商是这样讲的：假设你知道日元要跌，而你已经借资 10 亿美元投在这上面。下个季度或者下一年它就会下跌，但你也许在此期间就被扫地出门了。因此，受当前消息、官方动向以及动量影响，今天或明天发生的将成为决定供求的直接因素。正如古老的交易格言说的：“趋势是朋友。”因为你很可能把握不住转折点，逆势而上是非常危险的，尤其是在用保证金

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购买时。

另一方面，耐心的长线投资者们很清楚潜在价值，他们只是动用自己的部分资产在运作。对于他们而言，价值才是最重要的。如果你用50美分购买了1美元的价值，或者你今天花了50美分买了几年后将会涨到1美元的价值，你都不必在意关键时间点。知道你买的可能很有价值，因为你发现除了你之外几乎没别人买。

逆向投资是一个好的投资家的标志，尽管这对融资融券交易商来说极其危险。

灵活的理论体系

索罗斯很愿意被别人指出错误，也会毫不反抗地照做。

他的理论体系非常灵活，希望能够应对任何情况。例如，在他开始记录交易日记或者做"实时实验"时，他认为"大循环"很不稳定。他感觉美元和美国经济的弱点会导致高利率，并反过来引发经济滑坡。但当时的美国金融部门实行了"肮脏浮动汇率制"，缓冲了美元的下跌，也降低了利率。金融市场出现的繁荣阻止了经济衰退，并延长了繁荣期。

从他的交易操作可见，和每一位成功的商人一样，索罗斯的重要特征之一是一旦他意识到自己犯了错误，就愿意立即转换阵营。例如，1978年至1979年间，在人们广泛热衷于博彩股时，索罗斯做空了国际度假胜地公司（Resorts International）。罗伯特·威尔逊也是在备受争议声中进行了灾难性的空方交易。不同的是威尔逊向所有人公布了自己的交易之后就去亚洲旅游了。国际度假胜地公司从5美元涨到60美元，使他被迫补仓，损失惨重。而索罗斯发现形势发展不妙就立刻改变了立场，不再做空，而是买入，帮助他追上威尔逊的财富并最终超过了他。

极具智慧的投资家们和普通人一样，死也不愿承认自己的错误，但索罗斯不是。"我的成功不是因为预测准确，而是因为能够即时改正错误的判断。"他坦言道。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他观察："我的预测有一个显著特点，我预计将会进一步发展的最终都不会实现……部分原因是市场会影响预计出现的现象……反射性过程并没有预先设定的结果；结果是由整个过程决定的。"（这就是复杂理论的核心思想。）

索罗斯认为大多数机构的资金管理人员通常都是错的，从这个意义上来说他是位逆向投资商。"他们的职位越有影响力，我认为他们的能力越有限。"市场能影响行情，一旦从船头眺望到了撞礁的危险，一定会高声发出警报。"所以在我们所处的时代，预言都会不攻自破。"他补充说，"市场确实有可预测性，而惊慌失措的主管们就会纷纷采取预防行动。"这就是索罗斯所说的市场"炼金术"的意思，与只能寻求理解的科学不同，炼金术是试图去改变。

索罗斯有一个嗜好，就是喜欢给他的主意起个花哨的名字，而他的那些想法如果用普通的名字表达通常浅显易懂。上文已经提到他称反馈为"反射性"，称标准预测为"偏差"，称经济泡沫为"大循环"，称一家大银行俱乐部为"合作社"，而自己的交易日记是"实时实验"。他的交易日记在1985年12月8日的一页中记录道，世界暂时不会立即毁灭，好态势会随时出现。他将之描述为"资本主义的黄金时期"而不是死刑的暂缓期，这一说法在6段文字里出现了4次，他还称之为"百年一遇的牛市"。那时标准普尔指数为2 000点。9个月之后，也就是1986年9月29日，他又写道："我之前提到的'资本主义的黄金时期'已经结束，我正试图预测下个阶段的状况。"这是最后一次听到"资本主义的黄金时期"，标准普尔指数那时是2 300点。黄金时期9个月后宣告结束，平均涨幅为15%——这也许是有史以来时间最短的黄金期吧。

正如你不得不在某处居住一样，你的钱也不得不兑现为某种货币。大多数投资者，事实上是大多数资金管理者从来都没有有意识地决定自己要去哪里；他们只是停留在原地。如果你在苏黎世，那还不错；要是在太子港就要差一点。对于爱国人士来说，离开祖国而有意识地选择留在别国是有一定难度的，尤其是对于美国人。但短期来看，美元或是美元股票从来不是明智之选。因此，索罗斯说，你必须选择一个立场——不选择本身也是一种选择。他坦言透露："我有时很嫉妒我那些无知的同事，面临生死抉择时他们还全然不知。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有有智慧的资金管理者，或者说是所有人都愿意尽其毕生为人类做些有意义的事，在 20 世纪 80 年代，索罗斯做到了。有些人收集艺术品，将之赠与他人或者摆在美术馆展览，也有的加入慈善机构，或者进入政界，与上层人士往来。最好的情况是捐钱给大学或慈善事业。而索罗斯却另辟蹊径，他开创了一个独具创新性，也是前所未有的基金会网络组织，帮助欧洲中部国家施行民主制度。

蒙田曾区分了自己作为波尔多市长和思想家的双重身份：市长应该为公众树立榜样，为市民谋福利；而思想家必须要有自己的独立见解。"你可以往脸上扑粉，但甭想扑在心上。"同样，索罗斯主张货币控制，也坚决不做绿票讹诈，但还是会对货币和营业额投机，因为这是允许的。"我的理由是我是在按规矩办事，"他曾写道，"如果法规有漏洞，那就不是我这个守法参与者的错了，而是法律法规制定者的问题。"

索罗斯对其在英国央行取得的巨大成功没有低调处理，而是大肆宣传，目的是让更多人注意到他和他的理念。他觉得他对欧洲未来发展的提案之所以受阻就是因为自己的影响力不够大。因此自 1992 年开始，不断有关于索罗斯的报道见于报端，大部分与他有意参与欧洲政坛有关。他成立了公共关系机构，发布自己的演讲内容，还公开了一份记述基金会运营状况的内部通讯。这些扩大了他的著作的影响力，其中包括《金融炼金术》（1987）、《苏联体系的开放》（1990）、《民主政治的保险业》（1991）。之后还出版了第四本《索罗斯：走在股市曲线前面的人》（1995）和第五本《全球资本主义危机：岌岌可危的开放社会》（1998）。后两本趣味性较强，没有过多涉及他的投资技巧，所以我在这里不再多说。

批评家的观点

不是所有批评家都像索罗斯自己希望的那样正经地把他当做政治—经济哲学家。《经济学人》杂志评论他最后一本著作时是这样说的："这些显著特点并没有使他满足。他渴望被认为是伟大的思想家……然而这些都没有改变

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个事实，那就是他这本书并不怎么样。”至于他那如何预防全球性经济瘫痪的提案，《经济学人》问道：“这是在开玩笑吗？”

从《全球资本主义危机：岌岌可危的开放社会》一书的第156页开始，索罗斯用了近10页来表述自己对1998年8月卢布贬值危机的见解。他又一次称之为“实时实验”，只是这次没有自己投资而已。书中记述了他与华盛顿和莫斯科高层的通话，以及他致信《金融时报》，估计将会有“15%～25%的贬值”。金融市场注意到了贬值的征兆，索罗斯的担忧也得到了证实。在这一事件中，卢布被允许贬值使其疯狂跌落，而全世界的发展中国家市场都出现了严重衰退，远非俄罗斯一国而已。

杰弗里·A·弗兰克尔在布鲁金斯学会和总统经济顾问委员会工作，他在《外交事务》杂志中提到，索罗斯试图稳定俄罗斯市场的努力被公众误解了，“令他也感到震惊的是，他实际是促成了他极力阻止的危机……他的基金据称8月间在俄罗斯损失了20亿美元……我们多么希望他在书中记录了他在俄罗斯债务危机之后与他的基金经理的对话。”

自从索罗斯1992年重挫了英镑以后（不止是英镑，银行等相关机构的投资家都遭受了一定损失），由此在国际货币市场产生的连锁反应使他广受谴责。很多中央银行都惧怕自己经济政策漏洞暴露，而被投机者们谴责。马来西亚由于外债高筑，国内财政赤字，于是总理马哈蒂尔·穆罕默德不得不像1997年泰国、印度尼西亚和菲律宾那样使货币贬值。穆罕默德认为索罗斯是个强盗，于是极力排挤他，并暗示说他的参与带有犹太人的阴谋。东欧一些憎恨他的民族主义者也采取同样的措施。然而，在春季做空了马来西亚令吉的索罗斯又改变主意，觉得它不会像泰铢那样狂跌，于是又重新买回——他的这一行为在当时实际上是支撑了马来西亚的令吉。

具有讽刺意味的是，1992年索罗斯压注英镑时，马来西亚的中央银行却压了相反的注，错误地估计英镑能够在欧洲汇率机制中坚挺。这一投机失误使银行损失了近40亿美元，比其全部资金还多。至此，马来西亚政府下令杜绝货币投机。

索罗斯的基金会也受到多次攻击。在中国，他的员工被指控是间谍而被拘捕，导致了那里的基金会倒闭。1995年，几家俄罗斯报纸称索罗斯基金会

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是美国中央情报局的前线，因为有很多美国人在那里工作。在匈牙利，他的基金会遭左翼倾向指控。在阿尔巴尼亚、吉尔吉斯斯坦、塞尔维亚和克罗地亚，基金会员工也遭到攻击，并受到罚款或监禁威胁。更可怕的是白俄罗斯总统掌握了索罗斯基金会在当地的银行账户，并以莫须有的逃税罪要罚款数百万美元。

在我看来，正是挫折体现了他的价值，知难而上方显个人魅力。索罗斯先是突然为波斯尼亚提供5 000万美元人道救援，又计划为俄罗斯注资5亿美元，而对新近独立的欧洲国家的教育支持意义尤为深远。诸多行为一次又一次地迫使西方世界不得不相应地实施帮助。索罗斯也发现西方政府在捐款扶植方面总是落后于他。

索罗斯在美国也建立了自己的慈善机构。当克林顿总统签署福利改革议案时，索罗斯认为外国人的福利问题仍没得到根本解决，于是注资500亿美元，创立了爱玛·拉扎勒斯基金。索罗斯的父亲痛苦地死去，而他的母亲在家中安详地度过了人生最后几个小时，二者的对比令索罗斯颇为触动。因为医疗机构认为垂死的人是一种失败，于是都极力想将他们驱逐出院。这使得大部分美国人去世时都很悲惨。了解到这种情况，索罗斯在美国建立了安乐死亡工程，并投资200万美元。他同时成立了药品制度改革中心，监督大麻歧视事件并为吸毒者提供清洁针头。他认为毒品吸食也应该被视为公共健康问题处理。“没有政客敢于说出这样的话，”索罗斯说，“这如同电动机车的输电轨，一触即死。”当然，我们看到，使他拥有这般自由的是那雄厚的财政实力。

“洛克菲勒被指控垄断经营时才建立了自己的基金会，”索罗斯说，“他希望可以通过基金会提升自己的公众形象。很多大公司建立自己的基金会也是出于同样的目的。但我不是这样……”尽管事实上洛克菲勒的慈善事业开始得非常早。引用我对《纽约观察家》（*New York Observer*）专栏作家罗恩·罗森鲍姆的《洛克菲勒传》的评论：“从一开始，他（洛克菲勒）的慈善捐助就很慷慨，即使在他自己也囊中羞涩时。20岁的时候，他捐出了自己收入的10%还多，包括帮助辛辛那提的一个黑人买回自己的奴隶妻子。加入了克利夫兰的Erie街浸信会教堂之后，他还帮忙打扫大厅……帮忙擦玻璃。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

小　结

很多人创造了自己的财富之后，都愿意将其投入公用事业，为世界的良性发展奉献出自己的微薄之力。在这些人当中，索罗斯是独一无二的，尽管我们还不确定他是否能永远将量子基金经营下去。他的著作中包含了自我辩解成分，虽然这也无可厚非，但价值尚不可知。慈善基金应该为他赢得更广泛的信誉，他把从甲那里赚到的钱都赠给了乙，而甲是赌局中站在他对立方的人。与创造新价值的生产者、农民或艺术家不同，投机商只能移动已经存在的资源。但鲜有成功的投机商像索罗斯这样因善而为。均衡看来，索罗斯的伟大当之无愧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第十三章】

菲利普·卡雷特：不求最大



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

菲利普·卡雷特那富有装饰艺术风格的办公室位于纽约42街，正对着中央火车站的南门，我曾经在那里拜访过他。他桌子上立着一个标志，写着“凌乱的桌子是一个天才的象征”。“看这个，”他咧着嘴笑着说，“这是我太太给我的。”所有投资经理的桌子（与投资专员不同）都堆着成摞的资料，他们总是希望在新一批资料来袭之前，最大限度地从中吸取有用的信息。

办公室的墙上还挂着另一个显眼的标牌，引用的是莎士比亚的话：“我们要做的第一件事，是把所有的律师都杀掉……”不过，卡雷特本人就是波士顿一位房地产律师的儿子。“我们家族第一位去哈佛的是德高望重的丹尼尔·古金，在1669年。”他颇为得意地说道。我告诉他我的父亲和祖父曾经也都是律师，也是在波士顿出生的，我的曾祖父是一位牧师，是哈佛1805级的。在卡雷特看来，这些对于一个有着优良血统的家族来说再正常不过。

“你去看今年的哈佛—耶鲁橄榄球友谊赛了吗?”他问我，略带新英格兰口音。我回答说没有。“比赛很精彩，比分是14:10。我当时就坐在30码线上……激动得要命。我敢打赌，我肯定是当场唯一一个‘耶鲁碗’体育场（Yale Bowl）首次投入使用时就在场的人，那是1913年的哈佛—耶鲁友谊赛。那也是场非常精彩的比赛，哈佛赢了个36:0，大获全胜。”

卡雷特绝对是最有经验的投资家，他早在20世纪20年代就进入了这一领域，目睹了整个世纪里市场3/4的起起落落。90岁高龄的他仍每天早早来到办公室，精神矍铄，干劲十足。他的面庞宽厚饱满，皱纹很深。他时常低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声轻笑，散发着难以抗拒的亲和力。

他在 1928 年 5 月开创了先锋基金，有 25 位股东，都是他的家人和朋友。他管理这只基金长达半个多世纪，直到以管理人的身份退休。在那长达 55 年的时光里，先锋的年复合收益率为 13%。（如果从大萧条低谷时期算起的话是 15%。）这意味着如果有人在初期投入了 1 万美元，然后将每年得到的收益又全部投入基金，那么在卡雷特离开的时候他就能够得到超过 800 万美元的收益。（当然，20 世纪 30 年代初他一定也得承受 50% 的损失。）在今天看来，13% 的收益率算不了什么，但在那个年代，通货膨胀低，大萧条带来很多负面影响，这个数字已经相当可观了。这告诉我们，无论在什么情况下，长期复利都能创造奇迹。

"任何人都无法准确预测经济萧条，"卡雷特说，"当我在布莱思合伙公司（Blyth & Company）工作时——那是我的第一份工作，韦斯利 · C · 米切尔博士有一次来吃饭。他是哥伦比亚大学的经济学教授，首先提出'商业周期'这一概念。两个合伙人问他如何看待未来的经济形势。米切尔博士当时可能被这种免费咨询搞得有点恼火——如果能收到一笔咨询费他可能会乐意效劳，但不管怎么样，他还是回答说他一直忙着写一本书，没有时间考虑总的经济形势。而那时恰是股市大崩盘前一个月。"

我曾提到过，哈佛经济协会在 1929 年宣称，像 1920 ~ 1921 年那样的经济萧条不会再发生。① "哈佛经济协会本就不应该成立，"卡雷特说道，"真给学校丢脸。1929 年，感恩节刚过，这个协会就在波士顿召开了一次会议。我的一位朋友与克利夫兰信托公司（Cleveland Trust）的伦纳德 · 艾尔斯上校和吉米 · 休斯一起喝咖啡。艾尔斯上校是美国国内流的经济学家，而吉米 · 休斯则是股票市场的行家。3 个人一致认为大萧条只不过是'撇去了股市的泡沫'，不会影响到他们或任何人的生活。当时在场的不乏杰出的人物，消息比任何人都灵通，但他们却一样地作出了完全错误的判断。""那么直觉是最好

① 1929 年，该学会在大崩盘之后宣布："发生 1920 ~ 1921 年那样严重的萧条，可能性微乎其微。我们不会面临持续的存货延迟变现，全世界范围内的商品市场不景气以及汇率上升。"但那年晚些时候该学会又声称："资金缓解本身就证明了当前的经济形势良好。"

弗洛伊德强烈建议我们以理智判断小事，凭最本质的直觉作出重大抉择。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的向导？”我问道。“直觉——即下意识——要比统计数字可靠得多。人们应该坚定自己的信念。”他回答道。

“做生意，有负债是合理的。但是保证金负债——股票市场上的债务——就太危险了，因为它来得太容易了。你只要抓起电话就可以在股票市场负债。作为商人就不得不去见银行家，向他解释一切：包括有什么资产，现金流来自何处，公司效益如何，他打算如何利用这些贷款，以及他想要贷的这些款将如何产生资金偿还银行。”

我曾解释说，研究这些伟大投资家的职业生涯和操作方法，让我逐渐得出了一个结论：这些人通常都会发明一种新的投资方法，或者至少将前人的进行改良：T·罗·普莱斯充分利用了与股票有关的理念，使盈利不断增长；本杰明·格雷厄姆利用一系列公式将投资艺术简化为准科学，而这些公式因简单有效，一直应用了50年，直到变得过于泛滥；而邓普顿则是把全世界都当成了自己的投资后花园。那么卡雷特认为自己的贡献在哪呢？

“我喜欢场外交易的股票。不过我比大多数人要保守。许多人认为‘保守’就应该选择通用电气、IBM之类公司的股票，但我总是选择那些不怎么热门的。它们不像在纽约股票交易所交易的股票那样容易受到操纵，也不易受大众心理影响。例如，我还记得温尼巴高实业公司（Winnebago）、科奇曼实业公司（Coachman Industries）以及其他所有‘休闲类交通工具’公司股票的流行。想要判断这些股票的最高价格，无异于让一半美国人离开家，开着车不断闲逛。对于流行我唯恐避之不及。当我投资的时候，我只是把全部资金的一部分下注。一般输的时候都是我买了概念股，这方面的投资我很少赚钱。”

他继续说：“拉尔夫·科尔曼（Ralph Coleman）拥有一项名为‘场外交易证券基金’的基金，包含大约300只股票。一旦哪只股票在交易所上市，他就会把它卖掉。该基金一直表现得非常好。在我自己管理的投资组合中，场外交易的股票大约占所有股票资产的一半。”

我问卡雷特是否能证明场外交易的股票比在交易所公开上市的股票具有更高的潜在价值。“不，”他说，“所有的垃圾股都是通过场外交易销售的，但也有一些顶级的股票，比如伯克希尔－哈撒韦。”（这只股票后来获准在纽约

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票交易所公开上市。）卡雷特说他认识沃伦·巴菲特，伯克希尔－哈撒韦就是由他管理的。[①] “他是我的朋友，比我要聪明得多。他在通用食品公司的投资就证明了这一点。这是一家比较平庸的公司，主要生产咖啡产品。当伯克希尔－哈撒韦购买其股票时，我对自己说：‘天哪，沃伦这次犯了个错误。’我注意到那次交易时，通用食品的股价约为60美元。几个月后，这只股票涨到了120美元……哈哈！”（卡雷特在讲这类故事时不时发出低沉而沙哑的笑声。他特别喜欢那些可以证明常识有时是完全错误的故事。）

在这一点上，卡雷特某种程度可以视为沃伦·巴菲特的老版本。他们的外表也很相似：圆脑袋，喜欢咧嘴笑。两人都有绝对的叛逆性格：都寻找没人想要的东西。与还是价值型投资者时候的巴菲特一样，两人都比较喜欢自来水公司或桥梁公司之类的冷门股，而且都不在意这些股票被市场长期冷落。特别是，他们都具备成功的价值型投资者应有的耐心。许多年来，他们之间保持着定期交流。

“比如，我钟爱玛格玛电力（Magma Power）这只股票，我们家族已持有该股多年。玛格玛有一个很大的优势，即根据加州法律的有关规定，邻州公用事业公司必须以最高的‘规避成本’价格购买玛格玛生产的电力。因此其市场是绝对有保证的。这在大萧条时期极为关键。这只股票并非通常所说的保守型股票。很多投资者可能从没有听说过它。但对我而言，这只股票是非常‘保守’的。”

我自己有一条原则，那就是在适当的时候，我们应该实地检查一下感兴趣的公司的实物资产。因而我问卡雷特他是否去过玛格玛电力公司。他说他去过。“原来的玛格玛公司位于旧金山以北的‘盖瑟斯地热区’，那里简直太迷人了，能看到蒸汽从地面滚滚上升。”

他接着说：“我喜欢收藏整套的稀奇古怪的小玩意儿。我有部分弗吉尼亚自然桥公司的股份。因为高速公路是架在自然桥梁上面，所以你如果想要看桥就得下到山谷中去，从那儿你可以抬头看到它。该公司拥有桥下面的土地，

---

① 巴菲特讲起卡雷特时说：“他值得每一位投资者学习。”他还认为卡雷特“是对生意本身和市场都超级了解的人。如果有一个投资经理声誉排行榜的话，卡雷特一定名列前茅”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还经营着一家餐馆和一个汽车旅馆。人们经常去那儿待上一两天。弗吉尼亚州早晚会有一届挥霍的政府以远高于市价的价格买下这家公司。在这之前，我不介意持股等待。"

卡雷特喜欢看到收益增长，但他补充说："如果一个公司的收益已经连续 15 年保持增长的话，那么它马上就会迎来坏年份。"

"我喜欢阅读好的资产负债表。我会收到大量年报，全部都看，至少也会大致浏览一下。如果报表中负债权益比率或者流动比率很低，我就不会再看下去了。我不想看到负债的字眼，而且我希望流动比率至少要大于 2∶1。如果这是一家公用事业公司，我希望看到合理的财务比率、有利的市场占有及良好的监管机制。"

"我的另一条重要准则是公司管理层必须持有公司相当比例的股票。我曾和国民石膏公司（National Gypsum）的董事长通过信，我注意到他仅持有公司 500 股股票，于是就给他写了封信。但他的答复却让我感到震惊：'布朗先生拥有多少股票是他自己的事情，别人管不着。'我完全不同意这种观点。在美国证券交易委员会要求高管及董事必须将其持股情况公布于众之前，这样做可能没问题，但在今天，这样做肯定不对。公司高管至少应把他一年的薪水投资到公司股票中去。如果他对公司连这点忠诚都没有，他就不该做公司的主要管理人员。如果他们自己都不想要这只股票，我为什么还要买呢?"卡雷特反诘道，并补充说自己总是利用股东签署的委托书寻找内部人大量持股。

据我观察，这似乎是一个好公司的恒定原则。在其一生中，卡雷特有没有发现某些商业原则发生了变化呢?

"不，商业原则就是原则，一旦偏离是很危险的。有些人足够精明，可以做到，例如可以快进快出，但这样的人少之又少。我看过一份研究证券交易保证金账户平均寿命的报告，一般只有两三年。曾有一位客户坚持了 13 年才输光所有的钱，但他的起步资金可是几百万美元。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

卡雷特的原则

以下是卡雷特的12条投资戒律：

1. 不得持有少于10只股票，且这些股票必须覆盖5个不同行业。
2. 至少每6个月对持有的所有股票作一次重估。
3. 必须保证总资产一半以上的股票盈利。
4. 在分析任何股票时都要将收益作为最不重要的因素考虑。
5. 迅速接受亏损，缓慢接受盈利。
6. 不要把多于25%的资金投入到具体信息不真实且不定时公布的股票上。
7. 离“内幕消息”越远越好。
8. 勤于搜索事实真相，而非别人意见。
9. 作证券评估时不可依赖机械化的公式。
10. 当股市高位运行、利率上涨、经济繁荣时，至少将一半资金投在短期债券上。
11. 尽量少借钱且只在股市低迷、利率很低或正在下跌、经济不景气的时候借。
12. 可能时，将适当比例资金投入购买有发展前景的公司的长期股票看涨期权。

卡雷特总是亲自去了解管理层吗？“我希望如此。但一天只有那么几个小时，一年又只有那么多天，我的股票太多了，根本无法逐一了解。我要说的是，我一看到年度报告中董事长的信过分乐观，就会失去兴趣。如果他在信中表现得稍微悲观一点，我倒觉得是一个好兆头。我很赞同某公司首席执行官的观点，他说他更愿意从下属那里听到坏消息，而不是好消息。好消息总是会知道的。‘如果我能早点知道坏消息，就能及早采取措施。’诺曼·文森特·皮尔（Norman Vincent Peale）曾遇到一个人说他总是被一个接一个的问题所困扰。皮尔回答说他刚从一个地方来，那里6万人没有任何问题。那人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

听了非常兴奋：'我想去那里！''我想你不会去的，'皮尔回答道，'那里是伍德劳恩墓地。'"

"医生通常都是很糟糕的投资者。"卡雷特说。我问他原因是什么。"在对待病人时，医生必须尽可能地少犯错误。他不能只有2/3的时候是正确的。如果正确率只有那么高，他就应该被这一行扫地出门。但在做投资时，有2/3的正确率再正常不过了。因此当医生们开始投资并发现事情真相时，他们会变得焦虑不安。"而当卡雷特看到自己的股票下跌时，他依然安之若素。

卡雷特有些时候会按照基本原理来投资。例如1939年，原糖价格那时每磅还不到1美分。后来战争爆发，卡雷特知道战时糖价都会上涨。于是他找到一家古巴糖业公司，以1.75美元每股的价格买下该公司的股票，当涨到7~8美元时再次大量买进。最后大部分都是60美元的价格卖出的，最后剩下的一小部分甚至高达200美元。

卡雷特观看了近年来发生的所有日食。为了看日食，跑多远路他都不在乎，有一次甚至跑到了亚马逊河流域。不过，除了这几次耗时不多的消遣外，他承认自己对其他户外活动没有兴趣。

"每个人都是独一无二的，"卡雷特微笑着说，"我想我可能比大多数人更独特。"

他为人坦率正直，总是直言不讳并能身体力行，但大部分时候有些固执己见。有些人不太喜欢他这种典型的新英格兰人的脾气，而其他人则对此大加赞扬。一位朋友描述他时说他心态平和，性格坚强，内心没有丝毫疑虑或不安。

卡雷特出生在马萨诸塞州位于波士顿以北10英里的林恩市。他们一家后来搬到了列克星敦，他在那里读的高中，再后来又搬到了剑桥。他进了哈佛学院（1917级），修了一年商学院的课程。1919年从陆军飞行兵退伍以后，他在波士顿的一家小公司工作（现已倒闭），每周的薪水为15美元，5个月后涨到20美元。由于觉得薪水涨幅太小，他很受打击，于是辞职了。随后，他决定在美国到处转转，于1920年11月在西雅图找到了一份债券销售的工作，正是在那里，他遇到了他未来的妻子伊丽莎白·奥斯古德。她曾在纽约从事社会工作，出于与卡雷特一样强烈的不安分，她也来到了西雅图，并在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这里继续从事社会工作。

在丈夫看来，伊丽莎白是一位完美的妻子。“我过去常告诉她说她已经是99.99%的完美了，但实际上我认为她是100%的完美。”他说。毕业于韦尔斯利女子学院的伊丽莎白是她们那一届校友会的主席。她还经常去他们位于斯卡斯代尔的教堂。当他们的女儿8岁时，在学校里被问到她长大后希望成为什么样的人，她回答说：“一个平和的人，像我妈妈那样。”

他们一起回到波士顿，卡雷特又回到他以前的公司继续做销售。但因为对销售不感兴趣，四五个月后他彻底辞职了。然后，他加入了《巴伦周刊》杂志社，一直工作到1927年决定去纽约“开创自己的事业”为止。他后来进入了布莱思合伙公司，并与伊丽莎白在斯卡斯代尔租了一套房子。不久，他们买下了这座房子并在那儿又住了49年。1975年，由于孩子们都长大了，他们就搬进了斯卡斯代尔的一处合租公寓里。

1932年布莱思辞退了卡雷特，那是在大萧条时期。卡雷特因此挂起了自己的招牌。现在想来被公司辞退是他所经历的最幸运的事，尽管当时的他并不觉得。公司起步时，他有两个合伙人：一个是他以前在布莱思的助手，另一个是推销员。他的推销员合伙人带来了一位客户，而其他人则像卡雷特所说的“几乎都是上门推销”。卡雷特有一次得到了一份阿莫拉达公司股东的名单，而阿莫拉达是他认为在石油公司中做得最好的。他推断这家公司的股东都具有良好的判断力，能够理解他所说的一切。于是他从字母A开始，按照字母表顺序一个一个拜访，那些股东距他位于百老汇大街120号的办公室只有几个街区。很快，他就与一位姓名以字母B开头的股东建立起了深厚的友谊。这位股东成了卡雷特公司的客户，而他们之间的交情也持续了很多年。

赚钱头脑

卡雷特为他所说的成功投资人才拥有的特质起了个名字：赚钱头脑。为了进一步解释，他讲了个故事。“几年前，纽约正经历一场周期性的旱灾。”后来有一天，卡雷特记起他当时了解到皇后区有个地方是根据住房面积而不

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是用水量来收缴水费的。他意识到纽约市最终会为这一地区的住户安装自来水表，以区别对待那些用水量大（当然也是浪费了很多的）和用水量少的住户。他对此加以研究，发现最可能成为这一地区水表供应商的是海王星仪表（Neptune Meter）。他查阅了这个公司的相关资料，发现一位兼任美国信孚银行高管的董事持有该公司 2 000 股股份——这是一个可喜的信号。公司各项指标也都不错。因此卡雷特为其客户买入了这只股票，数年后获利颇丰。

他说："赚钱头脑是一种怪癖，就像数学头脑。"提到数学头脑，他谈起了他的一位朋友。这个人在教堂不能专心听布道，老是走神去盘算那些挂在墙上的赞美诗中的数字。他控制不住自己，总是用这些数字做算术游戏，最终不得不请求牧师把它们取下来，这才能专心听布道。

我曾提到 G·H·哈代的书中讲到的印度数学奇才斯里内瓦萨·拉马努金（Srinivasa Ramanujan）的故事。哈代去医院看望拉马努金，并说起自己来的时候搭乘了一辆号码为 1729 的出租车……一个无趣的数字，哈代评论道。拉马努金马上反驳说："不，哈代，这是一个非常有意思的数字！它是可以表示两组两个数立方之和的最小正整数。"① 外行是很难理解这种卓越的数学（或投资）头脑的。

看到他的桌子上摞着三四英尺厚的年度报告、信件和各种文件，我说这显然证明了他的勤奋。"我都不知道这张桌子是不是空过，"卡雷特说，"当我还在布莱思时，我所工作的部门被称为经济研究部。他们解雇我之后就把这个部门停了。他们不需要家具，于是我只花了 1 美元就把这张桌子买下了，到现在已经用了 60 年，还是那么坚固耐用。"

---

① 12^3+1^3 与 10^3+9^3。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第十四章】

迈克尔·斯坦哈特：在商场上运筹帷幄



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迈克尔·斯坦哈特是投资史上20年保持业绩最佳的经营者之一。如果你在1967年7月他刚起步的时候投人1万美元到他的对冲基金，那么20年后你将拥有超过100万美元的收益，这得益于每年27%的复合增长率，即他的纯酬金。他是如何办到的？

答案之一是斯坦哈特每年要付给华尔街经纪人成百上千万美元的佣金。这笔钱可以用来购买无数的研究报告（如果你需要的话），诸如上百页的企业分析、经济预测、外国市场前景研究等等。但实际上，斯坦哈特对这些厚重的华尔街研究报告没有丝毫兴趣。看一下他的办公室你就会发现那里几乎没有一页纸。那他用这些钱买什么了？这些钱只是他数不清的盈利交易的冰山一角。

正是由于他付了巨额佣金，他会不断接到电话，建议他某种交易有利可图。“我们下季度对通用电气的收益预期会降低！”“花旗银行正在往巴西砸钱！”某些华尔街部门的影响力很大，市场会因他们的观点发生变化而出现动荡。当有关这类公司的关键性分析改变了他的想法，斯坦哈特希望能打“第一通电话”。倒不是因为这些分析有多么正确，而是他打过电话的那些人会觉得斯坦哈特是对的。所以如果你在报纸中读到有些预言家认为形势将对德州仪器的发展有利，而如果它的股票真的涨了，那也不要感到惊讶，斯坦哈特（以及其他斯坦哈特式的人）可能是最先得到消息的。

但话说回来，这些蝇头小利并不能解释他巨大的成功。他更多地是从

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“定向性运作”上获得利润。据他说，“投资债券，是因为我们希望利息会朝某一方向发展……我首先会从整体上观察市场行情，然后寻找股票完成债券投资组合，这符合我认为将会出现的形势。这与只关注股值而不顾市场行情的做法形成对比。”斯坦哈特因此被称为最有策略的商人。他首先会形成某些像我们从报上获得的总体观点，之后再关注细节。

从经纪人的角度来看，与斯坦哈特打交道有一个优势，就是他一旦信任了你，就会立即接受你的建议，而不会再咨询委员会意见或者再费时间考虑。从一个紧急电话中，你能获得10万股的订单。为此，你必须全神贯注！如果一位经纪人被某种股票套牢，而斯坦哈特正好对此感兴趣，那他会以超出平常的数额做多来帮助这位经纪人，不过要有一定价格上的让步，这是一定的。相反，如果得到的消息使他相信某只股票会暴跌，那他在消息散布开来之前，可能为了尽快抛掉股票而把经纪人的胳膊累断。

斯坦哈特只关注短期，对他来说，此时此刻最真实。长线以及华尔街有关长线的研究在他看来都是以后的事了——是梦里的世界。作为一名商人，斯坦哈特觉得一次又一次费尽心思获得微薄利润——5%、10%、15%——更能让他游刃有余。买了一只股票后就存起来等待很久之后出现转机，这些在他看来，也许永远都不会发生。1983年，他以117美元的价格买了IBM的股票。股票表现良好，上升了15%。大多数投资人会看看报纸，看到上涨的形势出现之后满意地等待其继续发展，然而随后股票回落到了120美元，原来的收益几乎化为泡影，但他们也只能问自己：怎么会这样！斯坦哈特就不会这样做，他会首先花1亿美元以117美元的价格买入这只股票，在它涨到132美元的时候卖掉———下子赚到1 000万美元！这还没完，他紧接着会把它做空，等到股价跌到120美元的时候，再捞几百万美元。

斯坦哈特在一个好年景里可能每一两个月就会把他的证券重组。他说：“我的交易量很大，有些并不一定是为了利润，有可能只是为了创造更好的机会，使我有可能提早发现问题。交易本身就是催化剂。我多么羡慕那些做长线，一做就做很多年的投资商啊，他们能够执著于一个远期目标，等待等待再等待！历史上任何成功的投资商获得二三倍利润的概率都比我高。我总是做些小买卖。但我赚的大部分钱都是从我持有的超过一年的股票中获得的。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这个时间也是斯坦哈特能够允许自己“定向性”投资的极限，这与他的大部分交易相比算是长线。

斯坦哈特也随时准备对市场的总体发展做短期投机。他通常会做多杠杆，偶尔转为净空头寸。“我有五六个证券分析师、三四个交易员和一个经济学家，他们寻找将要发生巨大变革的行业。通过运用经济学家的观点，我希望我能够区分统一的和独树一帜的见解。”

1981 年，他开始相信中长期国债的前景会不错。斯坦哈特的经济学家合伙人乔治·亨利曾经是美国联邦储备银行的官员，他也认为当时 14% 的利率必定要降。于是斯坦哈特从基金中拿出 5 000 万美元现金，又借来 2 亿美元资金购买了价值 2.5 亿美元的 5 年期美国国债。那段时期他不得不痛苦地等待利率下降，在那期间，基金缩水了 100 万美元。那段时期他失去了一些客户，但最终这场豪赌为他挽回了所有损失：这 2.5 亿美元的债券投资，基金只提供了 5 000 万美元的股本，却从中赚到了 4 000 万美元。斯坦哈特的合伙人们得以在当年公布了 10% 的财务增长，与该年标准普尔 500 下降 3.4% 形成鲜明对比。在随后一年，他运用杠杆将中期政府债券收益拉高了 97%。

3 年后，斯坦哈特用大部分是借来的资金，在中期政府债券上投资了 4 亿美元，又一次赌利率将会下降。这一次他同样获得了巨大成功。随后利率升到了近历史最高点：顶峰时期为 15%，长期利率为 13%。1985 年 7 月，他收了手，获利 2 500 万美元。

斯坦哈特发号施令的地方是一个呈船头形状的木质结构控制台，里面到处是大屏幕、按钮以及闪烁的灯。他觉得自己并不需要身着特殊制服，最常见他身穿领口松开的黑色衬衫和黑色裤子。他身形圆胖，圆圆的脸上留有胡须，头顶尖尖，俨然一头小海豹从圆筒形的身体里钻了出来。与之对应，他声音轻柔沙哑，整体形象更像是一位编辑而非华尔街商贾。

与很多伟大的投资家一样，斯坦哈特也是白手起家。他出生在纽约布鲁克林区的一个珠宝商家庭。他 1 岁时父母离异，13 岁受戒礼时，他的父亲没有给他现金，而是给了他 100 股费城迪克西水泥公司的股票，以及 100 股哥伦比亚天然气股票。他于是着手研究交易报道，跟踪《世界电讯报》（*World Telegram*）上所载的那些股票价格。他开始频繁进出美林证券的办公室，“有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

些年长者在那里一边吸着雪茄一边盯着大屏幕，把我迷住了。”不久，他自己就开始买卖股票。

斯坦哈特智商超群，16 岁便高中毕业，随后考入宾夕法尼亚大学沃顿商学院，19 岁提前毕业。他毫不犹豫地确定了自己的职业，1960 年，他在卡尔文·布洛克共同基金组织（Calvin Bullock mutual fund organization）找到了一份证券研究的工作，但并不成功。之后在美国陆军预备队服役，在那之后开始为《金融世界》撰稿。他厌倦了回答读者诸如“你认为通用电气怎么样?”之类的问题，不久他被解雇了。他后来回忆说：“当时太可怕了，我还以为自己在华尔街的职业生涯就此结束了呢。”

随后，他在利布·罗兹证券公司工作，成为首席“特殊情况”分析师。同时他开始与其他分析师交换信息，如 A·G·贝克尔公司的霍华德·伯科威茨，这个人把斯坦哈特又介绍给了兄弟会成员杰罗尔德·法恩，法恩当时在多米尼克证券公司管理着合伙人的资本。（他们三人是同年考入沃顿商学院的。）1967 年 7 月 10 日，斯坦哈特、法恩和伯科威茨三人以 770 万美元的起步资金成立了自己的公司。第一年公司即实现了 30% 的回报率，第二年达到 84%，而同期标准普尔 500 指数分别只上涨了 6.5% 和 9.3%。他们拿了个头彩。

“那段时光很幸福。”斯坦哈特回忆说。到 1969 年末，公司的资本已经达近 3 000 万美元，三位不到 30 岁的合伙人都成了百万富翁。

斯坦哈特当时主要担任交易员，法恩和伯科威茨则专注于研究。20 世纪 70 年代公司招募了新员工，但始终保持着强劲的发展势头。他有时甚至“顾不得吃午饭，连着进行 14 次会谈，马不停蹄地做交易”，斯坦哈特说。连续 10 年紧张、忘我地致力于投资让斯坦哈特感到眼界过于狭窄，他渴望能够休息一下。

“我一直在思考人生的目的。我为家庭付出了全部吗？我为这个世界做了什么？这是我人生最好的选择吗?”由于一直被这些问题困扰，加之 10 年的投资生涯使他疲惫不堪，斯坦哈特在 1978 年休了一年的假。他将自己在斯坦哈特合伙公司所得的 600 万美元中的 400 万美元交给公司管理——当时该基金管理的资金已达 1.1 亿美元，然后他就隐退了。正如他所说，他抽烟太多、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

体重超标（210磅），觉得“退休是为我自己好，不想再回来了”。但是，他的朋友们都知道他是一个工作狂，不相信他真的能离开。

这一年里，斯坦哈特没和公司有过任何联系，据他自己说，他也不再读报纸看股市行情，更多的时间是与家人一起度过的。他住在第五大道的一座可以俯瞰中央公园的复式公寓里，在纽约北部基斯科山还有一个后花园。他在那儿种草莓、做果酱、上钢琴和网球课，和一位犹太教拉比一起读《旧约全书》，研究园艺和瑜伽，尝试过慢跑，后来又放弃了，还修整房子，并去以色列旅游了几次。

他觉得在以色列做生意会很有前景，那个国家当时经济环境糟糕得很：通货膨胀率高，官僚主义过度干涉，做生意奸诈狡猾成风。他和一位以色列合伙人共同开了一家房地产及建筑公司，位于所谓的开发区。他被那里卑劣的商业气氛打败了，但并没有完全放弃。他购买了以色列最大的盒子生产厂的股份，并向当地介绍了美林证券。经过一年的休假，他又回到了“我们这份光荣的事业”中，主要因为在休息的这一年里，斯坦哈特始终没有找到另一份有益身心且有价值的工作。“我在努力学会不让职业原则左右我的人生观，”他说，“经过这一年的调整，我可以回去继续做以前做的工作了，但视野更加开阔，而且不再为工作和人生目的感到困惑。”无论如何，他工作的动力都不再是金钱。

他的合伙人法恩于1976年辞职，在康涅狄格州成立了自己的投资合伙公司。后来，伯科威茨也在1979年离开了。从此以后，斯坦哈特一个人执掌公司。

斯坦哈特和妻子朱迪经常在基斯科山的小别墅过周末。那里有一个人工池塘、一个网球场和一个游泳池。我们聊天的那几天里有一次我看见他穿着一套蓝色运动服、一双蓝灰相间的耐克运动鞋和白色的袜子。这座别墅是彻头彻尾的当代建筑风格，小牧场里有两匹马在悠闲地吃草，有现代化的供管家住的房子，游泳池边有一间小屋子，客人们可以在那里换衣服游泳。但由于小屋很少有客人用，斯坦哈特就把它改造成了自己的办公室，里面有电脑、电话和传真机。斯坦哈特有时候跟朋友说自己休息时，欢迎他们过来玩。然而，他总是会一直待在这间换衣间改造的办公室里，盯着显示屏，不停地接

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

打电话，根本没有时间招待客人。

斯坦哈特觉得纳粹大屠杀非常让人震惊，阅读了很多这方面的书籍。由于对犹太民族的历史感兴趣，他去过以色列很多次，并在那里有投资。他由此谈到，对那片土地的迷恋对他而言是宗教信仰的一部分。斯坦哈特将事物的价值从低到高分为几个等级，其中，他现在正在做的金钱管理无疑位于最高的一级。他希望哪一天能够把其次一级的提上来。我问他打算如何避免下一代成为纨绔子弟。他想了一会儿说，他会教育子女继承犹太民族的传统价值观，以避免他们堕落。

斯坦哈特的生意经

当斯坦哈特分析一个市场的时候，他会问自己："什么会发生变化？"

"我管理的基金从不持有我没有把握的头寸，"斯坦哈特曾说，"通常分析师递来一份报告，我会先研究5分钟，然后作出决定。分析师会预测公司下个季度的盈利将增加，管理层将发生变动，诸如此类。我倾向于被动管理——给予有能力的分析师很大自由空间。但如果事情搞砸了，我会反复审查那份分析报告。我的主要角色是总指挥，决定基金可以持有的总头寸以及可以接受何种程度的风险。"

《华尔街日报》的一篇文章中曾引用了他以前员工的话："在那里工作的经历很有收获，但也是极度痛苦的。"斯坦哈特会"像秃鹰一样紧紧盯着你拥有的每只股票"，分析师补充说，"他只需要答案，会问你每只股票的情况，想避开是不可能的。这是管理资金的好方法，但对于某些人来说压力太大了。"与斯坦哈特聊天的时候你绝不会相信这是真的，他总是保持微笑，亲切、愉悦而谦逊。

"我的角色是利用一切可行的方法，尽最大可能获得最佳资金回报，而不是拘泥于某一种方式。我每天都问自己风险回报率是否符合要求。我第一关心的是长线投资头寸，其次是新股，在它们很有吸引力的时候，即我们成功申购到了大量份额的时候。第三，我们以最高的利息把股票借给经纪人以填

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

补他们的空头头寸。过去是经纪人获得所有收入，但最近几年，他们甚至有可能获得40%～90%的利润，所以就不这样做了。第四，我们也有人在做套利交易，包括购入破产公司和贸易索赔权。第五，我们还充分利用现代化的小玩意儿，像股指期货等等。我有四五位交易员专门和八九十个经纪人打交道，这样可以最大限度地获取信息。如果只做长线交易，我是不可能取得这些成绩的。”

我问他这是不是跟A·W·琼斯理论有些类似，也就是雇一帮天才，给予一定指导后，放手让他们去干，剩下的只需等待。（A·W·琼斯合伙公司于1974年解散。）

“不，”斯坦哈特回答说，“我自己也花大量时间作市场分析。”A·W·琼斯最初的想法是他无法分析市场，但能决定相对价值，于是就可以做多好股票做空差股票。但这种方法并没有奏效。琼斯的股份盈利，他的基金经理也可以分到一部分，于是他们竞相持有越来越激进的头寸。“这种情况很少见，但我的基金有一次也持有了净头寸，接近总资产的30%～40%。”斯坦哈特说。

我们谈到了著名投机家罗伯特·威尔逊。“他不做任何研究工作，”斯坦哈特摇了摇头，觉得难以置信，“他依靠经纪人，自己再读一下公司报告。他跟我们不是一类人。

“我选择长线头寸是基于它们最根本的长期发展前景，但这并不意味着我必须长期持有。我经常对下属说，即使预计的情况不一定会出现，作决策时也要长远考虑。我总是从长期角度分析市场将如何变化，至少也是在一定时期内。”

对于同一类型的股票，斯坦哈特尤其偏好那些有回购计划的。回购计划可以为股票的涨势提供额外刺激，也给予投资者更好的机会将股票卖掉。

分析一下斯坦哈特的投资组合，几乎找不到任何高深莫测的投资主线，不过，大部分年份里，公司的主要收益都来自两到三种投资产品。由于在市场上表现活跃，他每天都可以碰到无数机会，但也必须随时关注市场可能的动向。他总能兼收并蓄。

“我是证券分析师出身，需要接触管理层，研究不同行业相对有吸引力的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

地方。那是在 1967 年，大家都习惯作长远打算。最聪明的投资者都寻找最具长期增长潜质的上市公司。于是导致了后来‘漂亮 50’① 的出现，人们愿意出高价购买符合这种标准的股票。投资者继续在海水养殖等领域寻找潜力蓝筹股，最终都以这只股票的大红大紫收场。每个人都在寻找新的投资概念，新的服务内容，他们不再关心价值、市盈率，只想寻找年复合增长率能达到 10% ~15% 的公司。一旦断定这些公司的高增长可能会永远持续下去，他们就不在乎买人价格是多少。所有这一切最终导致了 1973 年至 1974 年的股市崩溃。

“后来，关注焦点又转移到了短线上，注重交易技巧和程序化交易。我们现在正在走向另一个极端。”他预测说大家迟早还会回到重视长期投资的路子上来。

“现在，越来越多的基金经理认为自己需要具备多方面技巧：他们必须要了解日本，要能够对黄金和固定收益证券市场的发展前景作出展望。例如一旦市场出现了急跌或急涨，为什么会这样？这种情况通常是触发了某只指数基金的程序化交易。因此，你必须理解这些程序的工作原理。”

标准普尔期货指数

“我对标准普尔股指期货很着迷，”斯坦哈特有一次说道，“它们反映了市场交易的精髓。股指期货和现货之间存在一个可计算出的价差，称为升水，能够精确地表示你放弃这些股票而损失的价值，减去你将这些资本投资于其他事情而节约的成本——机会价值。上午 11 点到 11 点 15 分之间出现升水过大则表明市场处于牛市，因为这意味着市场情绪非常乐观。但是，如果升水连续几天甚至几周居高不下，那就是熊市的信号了，而且持续时间越长，信号就越可靠。当升水超过其平价水平并持续增长时，会触发越来越多的程序

① 漂亮 50 为一份上市公司排名，帮助投资者找出已显现出竞争优势的企业，规避风险。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易，直至最终所有的程序交易都被触发。

“极少数市场参与者能够理解程序化交易的动机。此类交易是为了保证机构手中的几百亿美元资金在几周或几个月内具有流动性，因为这些机构需要这笔资金做营运资本，支付保险索赔，或做其他用处。也就是说，这些都是短线资金。因此，如果有经纪人短期内可以为这些机构提供一个高于它们作为现金等价物的无风险回报，那是相当诱人的。

“程序交易是这样操作的：当标准普尔股指期货的升水达到一定水平时，计算机就发出指令卖出期货，买进现货股票。当然，不必买下所有 500 种股票。据计算，少于 400 种股票也可以达到同样的对冲效果。这样，瞬间即可完成大宗交易，为大公司带来令人惊讶的丰厚利润。”

空方策略

斯坦哈特打趣说，包括他自己在内，对于大多数人来说，做空都需要调整心态，以克服自己正与魔鬼一道和祖国以及传统价值观作对的怪念头；而另一面还要顶住巨大压力，因为做空可能带来的损失没有限度，相比较而言，做多的最大损失也就是 100%。

但斯坦哈特却本着“不入虎穴，焉得虎子”的原则。1972 年，他卖空了几只大名鼎鼎的、被称为“纯洁的处女”的成长型股票——宝丽来、施乐、雅芳实业等，当时这些股票的市盈率高达 30～35 倍。而且令他沮丧的是，同类股票继续上涨，最高时市盈率达到了 40～45 倍，在 1973 年股市崩盘时，这些股票反而更加速了上涨。1976 年 1 月对公司来说是黑色的，公司持有的历史最高的空头头寸却在市场上突飞猛涨。幸运的是，这样的损失以后没再发生过。1973 年，斯坦哈特卖空了 10 万股美国最大的建筑公司考夫曼－布罗德合伙公司（Kaufman & Broad）的股票，当时这只股票处在 40 美元的高位。后来由于利率和通货膨胀率不断交替攀升而崩溃，让斯坦哈特合伙公司大赚了一笔——他们先是以 20 美元的价格回补了全部空头头寸，后来这只股票最低跌到了 4 美元。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我问斯坦哈特都做空哪种类型的股票，因为从许多投机商的经验来看，做空都赚不到钱，但却可以用来平衡过大的多头头寸。

“做多时，我会找那些市盈率低、有反弹潜力且还未被市场注意到的股票。做空时，我的目标则是那些最有名气的上市公司，一般是投机热门。我通常做空市场上赫赫有名的股票，通常是机构股，它们与我做多的股票正好相反——市盈率高，非常热门，股价中已经包含了对机构的过高期望，而我认为这些股票肯定会让人失望。不过，要确定这些投机泡沫破灭的时间可不是一件容易的事。

“与那些带有投机性质的机构对赌是正确的，但你需要有坚持不懈的耐心，并能够经受住折磨。”

斯坦哈特每天都要反复检查他的投资组合。他倾向于将注意力集中在表现不佳的投资品种上。如果某只股票当天表现好于大盘，那么一切好说；如果不是这样，他就开始寻找原因，这可能只是随机现象，但他会全神贯注地盯住这只股票，直到他确信这的确是随机波动。

信息来源

华尔街有出色的经纪人吗？斯坦哈特回答说，他定期会得到大量信息，但是并没发现哪家经纪公司或研究机构能够在很长一段时间内一直表现得出类拔萃。那些只关心佣金的人很难成为优秀的选股专家；而如果一个人真的很优秀，那么他完全没必要出售自己的想法：因为回报率太低了。只有那些平庸的人才会发现卖自己的想法是划算的。大多数经纪人“甚至不敢到股市中一试身手，当形势和他们的看法相左时，他们甚至连再多坚持几天自己观点的勇气都没有”。斯坦哈特说道。

在沃顿商学院学习期间，斯坦哈特发现概率论是一门非常有用的课。概率知识使他能够自如地处理不完全和不精确的数据。这门课教会了他解决许多问题，甚至包括程序化交易；让他理解了什么是可以被理解的。他说，将概率的方法应用于决策可以保持整个决策过程的一致性，而且可以让他在遇

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到与技术有关的问题时作出判断，即便他对技术知之甚少。如果此行业出现巨大的变动，他能够抓住重点，提出恰如其分的问题，那些真正懂行的人也许还并不如他。

他所谓的“一致性”是指不同的问题可以以类似方法处理。例如判断一款新电脑的推出对特定市场上其他电脑产品的冲击，或者调整在通货膨胀及其对债券市场影响下的贸易平衡预期，再或者推测日本人打算何时投资道琼斯股票。

斯坦哈特每年都要与一位著名经济学家会面，此人每次都会惊叹：这个世界自他们上次见面后竟然还没有土崩瓦解。所有的统计数据——负债与储蓄之比、负债与GNP之比、负债与第三世界收入之比——都每况愈下。斯坦哈特也觉得“一套体系竟然能处理如此多的冲击，不能不令人惊叹”。

新的影响因素

“过去可以平抑市场波动的因素现在都失效了，”斯坦哈特有一次这样说，“资产组合保险、程序化交易、市场国际化、机构投资等不断增加，使情况越来越糟。专业人士曾承担着做市的责任，但他们现在也只能推波助澜。”

那么下一阶段股票市场将会如何发展？

不久前，斯坦哈特在哥伦比亚商学院的专家讨论会上发表见解时说，目前股市上涨的两个主要原因是低利率和政府将全国的工业基础杠杆化。其结果是，杠杆收购和公司回购股份计划导致股票供给锐减；而在需求方面，公司普遍感到收购上市公司的股份比新建公司更便宜。这些现象成为美国股票市场的主导因素。只要这种情况没有改观，公司盈余以及其他因素都无关紧要。

一个新的主导因素是政府债务。“这将成为决定西方世界未来经济状况的关键因素。”斯坦哈特补充说，现在对政府债务的使用已与以往大不相同了：“评价政府债务的道德标准不同了。我不知道在座各位能否想象出，6年前如同罗纳德·里根一样保守的总统会允许并鼓励出现财政赤字，并保持了6年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

之久，将政府债务翻了一番。他从小接受的道德观不允许他那样做，但他还是做了，而且这种做法还成了美国经济的重要组成部分。政府债务问题牵涉品质问题、第三世界国家、市政债务、借款消费（已经在消费支出中占有相当大比重）——这一切将会彻底改变我们的生活方式。自 1983 年以来，股价持续上涨，最重要原因就是债务的广泛应用。

"世界范围内，政府债务与收入或资产相比出现了大幅增长。这使经济发生倾斜并最终导致世界经济的崩溃。不能再这样下去了！政府最终将拒绝清偿这些债务，并将其证券化，从而导致通货膨胀。"（不久的将来将会发生在墨西哥、俄罗斯、泰国等地。）

20 世纪 90 年代，斯坦哈特经历了一场惊心动魄的起伏。巨大的压力迫使他在 54 岁时就决定退出这个喧闹的市场。由于之前一直以金融专家和华尔街重磅狙击手的身份出现，他在这一时期频繁出现在各类报道中。

他之前将货币交易加入到了自己的投机性投资技巧体系，使操作更加复杂。至 1990 年 5 月，他的对冲基金总额已达 12 亿美元，仅次于索罗斯的量子基金。1989 年，他的基金滞后标准普尔指数 10 个百分点，仅收回净交易费的 21%。但总体上，他有 80% 做多，20% 做空。他的多头头寸包括压大注在美铝和雷诺兹金属公司上，希望制罐和汽车行业能有良好发展。他还持有英特尔和几只石油服务公司的股票，如梅萨（Mesa）和麦克德莫特（McDermott）。作为平衡，他做空了在他看来已经过热的股票，如其他投资商们热衷的可口可乐、麦当劳、默克制药和美国电话电报公司。

与此同时，他开始大量购入美国国债，此次行为有些不同寻常，因为他通常会回避收入固定的投资，但这次他认为放缓的经济将会使通货膨胀以及利率下降，提升债券价值。而利率确实开始下降了，而且这种趋势似乎还将持续。立即借钱投资于国债的想法很诱人。（1991 年 11 月，《福布斯》有文章指出："联邦储备委员会实际上在乞求投机家们购买短期国债，其年内已经将折扣率降了 2/3，将联邦基金利率降了 6/7 了。信号如此明显，投资国债的风险也很低，剩下的就让杠杆来完成吧。"）于是斯坦哈特在 1991 年 4 月大量购入了两年期国债，5 月又投入 60 亿美元在期货市场。

他在 1991 年 10 月 10 日给客户的信中解释道："这是基于当前不稳定的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

经济形势以及政府除了降低短期利率外别无他法的考虑……1991 年上半年，由于沙漠风暴军事行动取得成功，很多人预测经济将从萧条中崛起，而我们认为这种预测过于乐观。”

但不幸的是，与很多人一样，他的短期股票头寸损失惨重。后来有报道说 1990 年末期，短期资金可能从高达 40 亿美元跌至近 10 亿美元。最著名的短线投资公司 Feshbachs 几乎倒闭，有传闻说斯坦哈特在 1992 年春季收回了投资资金，但只剩下当初 10 亿美元的 15%。

幸运的是，国债收益弥补了损失，公司年底的效益总体上升了 45%，他本人拿到了 5 500 万美元。

所罗门危机

1992 年，斯坦哈特被卷入所罗门兄弟国债丑闻中，所罗门公司未经顾客同意就以顾客的名义在当年春季的国债拍卖中违规投标，企图占有市场，提升其价格。斯坦哈特与乔治·索罗斯、朱利安·罗伯逊一同被指控串通。危机过去之后，所罗门濒临破产，高层管理者不再逃逸，揭露了很多人的私下行为，如第二章所述的巴菲特的情况。联邦调查局定案之前进行了持续 4 年的调查，最终判决斯坦哈特缴纳 7 500 万美元的罚金和赔偿。

但与此同时，斯坦哈特对桑比姆 – 奥斯特公司（Sunbeam – Oster）的大笔投资产生了丰厚的回报，这是一家家居用品公司，前身是阿勒格尼国际（Allegheny International）。另外，他还与基金经理迈克尔·普莱斯一同在 1990 年收购了那家饱受破产和丑闻牵连的公司，到 1992 年中，他们 1.25 亿美元的投资已上升到 12 亿美元。

与所有这些事件同期，斯坦哈特像其他对冲基金投资家一样，在欧洲证券上狠赚了一笔。欧洲货币危机与对美国证券和桑比姆 – 奥斯特公司的投资收益使得他的合伙公司除去当年费用外收益上升了 50%。1992 年 12 月，当他宣布说他又在赚钱了，几个小时之内就有 6 亿美元入账。

另外还要提到一件体面的事，他还买了一幅毕加索的名画——《拿烟斗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的男孩》，以9.86亿美元价格在佳士得拍卖行成交。

至1993年，斯坦哈特改变了其对美国债券投资的策略，因国内经济形势正在好转，利率很快就会涨上来。他把重心更多地转移到外国债券和货币市场。随着大笔资金涌人公司，他需要一个更深的湖泊下饵，而货币和外国证券市场正好提供了足够大的空间。因此他投资数十亿美元在加拿大、欧洲和日本证券上，同时看涨美元。

当这一切都结束的时候，华尔街很多专家称1993年是对冲基金管理人之年，尤其是这三个人：索罗斯、罗伯逊和斯坦哈特。截至1994年1月，斯坦哈特旗下的管理资产已达48亿美元，还用借来的资金建立了300亿美元的欧洲债券头寸。不过他也有一些担忧：利率突然猛涨，这将预示着债券的下跌。但他仍然确信这只会引发暂时性的盘整。事实上，美联储主席艾伦·格林斯潘却决心要通过控制短期利率遏制投机行为。一场飓风在当年二、三月席卷了世界债券市场。对冲基金的圈内人士纷纷退出。至斯坦哈特得以重组他的投资组合时，他已损失了10亿美元。他对美国债券的压注也压错了位置，到了下一个季度，他又遭到一闷棍的打击，加拿大短期利率从4%涨到6%，而他价值40亿美元的加拿大投资组合也缩水到只有4亿美元。在国内，他的情况也好不了多少。保持了3年净头寸，却在即将付诸成效时被他补仓。他在4月4日写给投资者的信中懊恼地说："具有讽刺意味的是，由于最近投资组合的流动性，我们竟然没有从这周下跌的市场中获益。"

至1994年7月，斯坦哈特当年的收益已下降30%。与此同时，他也失去了一位合伙人查尔斯·戴维森，后者策划了桑比姆－奥斯特公司的交易，为斯坦哈特的基金赚了5亿美元。但戴维森觉得自己再也无法在如此大的压力下工作了。7月19日，斯坦哈特致信给自己仅有的几位合伙人说："今年也许是我最艰难的一年了。"他解雇了部分员工，有些人也辞了职。经过这一年的整顿，到了年底，他的身边已经没有了得力助手。

9月份，《福布斯》有报道说，53岁的斯坦哈特似乎已经失去了激情。他的基金在当年市场总体上涨3.8%的情况下却下跌了32.8%。他旗下资产也缩水为32.5亿美元，而他本人仍苦于看起来永无休止的国债丑闻的调查。文章中称："他经常提到自己的个人形象如何随个人表现起伏不定——这对于其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

职业具有潜在威胁，因为其每一次冒险都要承受巨大的损失。"

他还必须不断面对经营如此大规模基金会遇到的困难。他以前也亏损过，但很快就会反弹回来。在那些日子里，可支配资金只有10多亿美元，他倒可以在市场上进退自如。位于伦敦的全球资产管理公司主席吉伯特·德波顿本人免于所有这些灾难，他借机讽刺斯坦哈特这类管理者在全球投资领域仍是个新手："在本国市场算得上成熟的人，在全球宏观市场仍然只是个孩子。"

到1994年底，斯坦哈特的基金已缩水了33%。"1993年，我在同类型投资上赚了很多钱，"他对《时代周刊》说，"但1994年的苦痛比1993年的欣喜大得多。"

但是，他从错误中吸取了教训。他再出手国际交易时更为谨慎，把注更多地下在美国股票上。直至1995年6月，他将其25亿美元投资组合中的25%投入到了标准的美国蓝筹股上，诸如莎莉美（Sallie Mae）和化学银行。这一做法产生了效果：标准普尔夏季之前已上涨了超过20%。汉华与大通的合并堪称完美，6月30日消息一公布，他持有的250万股汉华股份即成为他第三大股票头寸。

功成身退

然而，1995年10月他还是对外宣布自己决定在下一年收手。他感谢投资者能与他同舟共济，共同经历了他所谓的"瞬息万变的形势"。但他表达时却有些模棱两可，"这一决定不可撤销，但并非不可挽回"。这让人们想起了1978年他宣布休假，却在之后一年又回来。但这次，他是真的不干了。在他宣布这一决定当年，基金上涨了18.5%。在长达28年里，他的税前复合增长率都保持在30.1%，而美国股票年收益仅为10.8%。除去所有费用，他的投资人每年可获益24.3%，虽然不及20年收益的27%，但已经相当不错了。

斯坦哈特在一切还进展顺利时就想着要隐退。他遭受了金融风暴如此猛烈的打击后，很多人总结说他已筋疲力尽。所罗门债券丑闻调查让他蒙羞，为苛刻的投资者管理如此庞大复杂的基金常使他力不从心。他也许早就想离

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开全球宏观市场了。但无论如何，他的个人资产始终维持在4亿美元。

投资人理查德·库珀在1967年斯坦哈特起步时注资50万美元，当他在1995年看到在过去的28年里，自己的投资已涨为1亿美元时，他对《时代周刊》说："多亏了他啊，我这几年从来没有失眠过，我知道斯坦哈特总会在那里，坚定地守卫着。我们每一个投资人都爱他。"

未来打算

斯坦哈特说他要把时间和精力投入到犹太价值观的传播上。他是个无神论者，所以重心并不在于传教。"我们这一代犹太人是两种观念的混合体：东欧犹太教的传统与美国世俗的开放，"他解释说，"这使我们极有可能取得成就，就拿诺贝尔奖得主来说，包括著名学者、作家以及成功的商人。另外，我们这一代人相对其他种族更为博爱。可以忍受少数人的欺压，强烈地觉得帮助他人是义不容辞的。但现在这代人却丧失了对犹太教以及犹太价值观的忠诚。"

他仍活跃于政界，是进步政策研究所（民主党领袖委员会的分支机构）理事会主席，最初还是克林顿的支持者，但后来和其他人一样与之关系恶化，"他没有信仰，承诺的都没有付诸实施"。

斯坦哈特还资助艺术，已为布鲁克林植物园捐资数百万美元。除了在纽约第五大道的一处漂亮的公寓外，他还拥有福克兰群岛两座无人居住的小岛，总面积达6 500公顷，这是他1994年花了37.5万美元买下的，岛上有几种稀有野生动物，如黑眉信天翁等。他在那个曼哈顿以北的54公顷的地产修建了一个独立的动物园，里面有鸫鹕——一种不会飞的南美鸵鸟，水豚——世界上最大的啮齿类动物。还有人说那里总有一只蓝色仙鹤跟着他。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【第十五章】

拉尔夫·万格：斑马及其他比喻



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

拉尔夫·万格的橡树基金报告对历史、心理、哲学以及投资都有一定启示，以下是部分内容节选：

斑马与机构中的投资组合经理面临着同样问题。首先，二者都寻求利益。投资组合经理追求的是超出平常的表现，而斑马则看重嫩草。

其次，二者都不喜欢冒险。投资组合经理有被解雇的危险；而斑马则可能被狮子吃掉。

最后，二者都成群行动。他们与群体里的其他成员在外貌和思维方式上都很相似，彼此依靠。

如果你是匹斑马，生活在群体中，那么对你而言最关键的问题是应该待在马群的哪个地方。如果你发现周围很安全，那么在马群外围是最好不过的，因为吃到的都是最鲜美的草，而中间的斑马看到的都是吃剩了一半或被践踏过的。因此有闯劲儿的斑马都处在群体外围，吃的食物相对要好得多。

但另一方面，一旦狮子出现，外围的斑马就最容易成为狮子的午餐。所以斑马群中间的瘦弱者虽然吃得可能不太好，但能保住性命。

机构中的投资组合经理，比如银行的信托部，通常承受不起作为外围斑马的风险。对他而言，最理想的策略就是始终待在群体中间。只要他继续购买热门股，他就不会受到指责。就像某位投资组合经理曾经说

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过的："只要大家都买了强生，那它怎么样了对我来说都没太大关系，大不了大家一起赔呗。"另一方面，他也不敢尝试不熟悉的股票，虽然有可能获得很高收益，但一旦失败，他就会受到众人的指责。

我们大多数时候都在试图成为马群外围的斑马，也因此伤痕累累。

以上是股票选择方面的，下面是有关市场时效的：

这次，斑马们在峡谷吃草，远处有狮子在打瞌睡。每一只斑马都想把狮子鼻子底下的草也一并啃了，然后在狮子扑过来之前原路逃回来，但事实上，在那一刻，斑马们只会慌乱一团，成为狮子的"下酒菜"。很多大型机构都自称可以把握好市场时机，能够在一个流动性很好的市场中，迅速把数十亿的投资组合从股票转为现金或现金转为股票。但这根本不可能。这样的策略只会导致市场极度不稳定，很多数额巨大的短期账户彼此拉锯，损失了巨额手续费。

万格还曾虚构了一个"比喻委员会"，有一批"不知疲倦且不讲情面的会员，能够随时出击，把一个个用烂了的暗喻拆分，将杂合的比喻肢解，或者是降低某格言的使用频率"。

"比喻委员会"有个很贴切的比喻形容对石油征收的"暴力税"：

对石油征收的消费税是历史上涨幅最大的，仅仅靠有欺骗性的名字，就骗得了美国人民的同意。然而，我们选出的代表对这笔数额巨大的钱（约 1 400 亿美元——真是天降横财）产生的激情让我想起了最近读的一篇文章：《屎壳郎的生态学》。这篇文章很有意思，详细描述了一只大象在非洲平原排出粪便后，几分钟内就会有三种屎壳郎出现。小一点的会钻进粪便中，还有的会当场把小粪团埋起来，而第三种体积比较大的，会把粪便搓成小球，然后滚着走。一旦读过这篇文章，你就不会觉得参议院金融委员会是你现在以为的样子了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

万格也寻找投资领域的比喻，目的是抓住公司的效益与发展、管理目标与管理理念以及竞争与危险的来源，他说："只要比喻仍然恰如其分，就要股票在手；如果持有的理由不再充分，那就立即出售。"

"大部分共同基金管理人士写的预测未来经济的文章都是既无趣味又错误百出，"万格鄙夷地说道，"而我宁愿虽有错误但内容很生动。"

万格个子不高，脸圆圆的，因为喜欢带有讽刺意味的小笑话，经常显露出幽默揶揄的表情，但有时候会显得冷冰冰的。他戴一副细黑边的大眼镜，秃顶。我第一次见到他的时候是很多年前了，他那时戴着一顶黑色希腊水手帽，坐在我的办公室里，整个聊天过程中都一直没摘下来。他的声音很轻，说话时低声细语的。

万格出生在芝加哥，拿到了麻省理工学院工业管理专业本科和硕士文凭。在万格看来，管理并不是一门科学，而必须基于心理学知识、常识和良好意愿。"管理的原则是不会改变的。你总是尽量让大家一起朝着你的方向努力，同时确保方向正确，然而一旦失败了，你就会找其他人为你承担责任！"

在大陆灾害保险公司（即现在的大陆灾害保险集团）做了一段时间的小职员后，万格于 1960 年加入了两年前成立的哈里斯合伙公司（Harris Associates），进入了投资领域。他说他喜欢投资是因为可以赚很多钱，并且不用"出苦力"。他当时是证券分析师和投资组合经理，直到公司成立了橡树基金。后来他只担任投资组合经理，在 1977 年荣升为公司董事长。万格和他的第二任妻子莉亚·泽尔在 1985 年 6 月结婚，莉亚当时是公司的证券分析师。他与前妻有一个孩子，与莉亚生有两个孩子。

业绩表现

在万格看来，对于一个好的投资人来说，将复合收益率保持在 12% ~ 15% 的水平是比较合理的。我也觉得对大多数人来说，努力超过这个数字是没有必要的，如果能保证不间断，即使是 12% 的复合收益率每 6 年就会将利润翻一番，也能让你很富足。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

据万格观察，富达等基金管理公司都曾以有限的启动资金创立过新的基金。其中会购进一些热门股票，以此创造一个不错的初始业绩。如果起步阶段整体表现不错，就会公开上市；反之，则将其冷冻或与其他股票合并。所以很多现行基金实际上含有一些较弱的成分，就像十几个倒闭的汽车公司最后都被通用收购了一样。

万格的投资哲学有两点核心思想：

1. 寻找业绩好、规模小的公司，这比大公司更具投资吸引力。

2. 辨别主流，但不是像普信集团那样，寻找某行业的领头羊，而是购买那些能够从这种主流中获利的公司股票，即下游获益者。

小型企业

在疯狂寻找有巨大发展潜力的小型公司的过程中，万格从芝加哥大学教授罗尔夫·本茨在1978年记录的所谓“小公司”效应中获益匪浅。本茨教授发现市价总值低的企业，即使考虑了风险较高的因素，收益率还是高于平均水平。

万格试图购买“低于其经济价值的小公司股票，让其成长，然后再当做成功企业以充分经济价值将股票售出。而个体投资人通常在低于其经济价值的情况下售出小公司股票，以充分价值购买成熟企业股票，因而成为了交易亏损的一方”。

即使是受聘于大型机构的分析师，也经常忽视小公司。为了详细列出所有有潜力的股票，万格从当地的小型经纪人公司收集信息。他每年为最有价值信息的提供者颁发奖励，命名为“大红 A”。“大部分机构的资金经理总是会说华尔街的调查报告什么用都没有，但他们每天仍接到30个从华尔街打来的电话。”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

发展趋势

“我发现人们的生活方式发生了巨大变化，”万格说，“20年以前的聚会上，几乎所有人都是一手香烟，一手马提尼；早起晨跑听起来好笑得很，中年人尤甚。但我们不知道未来将会发生什么。如果医生能预知未来，那他们早就从心脏病学转到运动医学了。你看我，我现在在训练滑雪，一定是疯了吧！”（他是位疯狂的滑雪爱好者。）

“这种变化从根本上改变了人们利用业余时间和消费的方式。比如，现在有越来越多的老人背部和膝盖不好，需要治疗，这就为某些人创造了绝佳的机会。”

“比如希伦布兰德，”我说道。希伦布兰德公司是美国著名医院病床和灵柩的制造商。

“希伦布兰德迟早会找上你的，”万格闷闷不乐地说道，“但这仅是一家经营得不错的公司，就像沃辛顿泵业公司一样，如果两个公司的管理层交换一下，6个月后就能完全适应。两个公司都是中等以下企业，都由有才能的人在经营。你经常会有些生意由天才管理，但效益通常都不好。因为与他们竞争的也都是些智慧超群的人物，没有人优势显著。拿半导体公司来说，半导体改变了整个世界，但过不了几年，整个行业就可能开始亏损，只有屈指可数的几个存活下来，保持良好业绩，而大部分都倒闭了。石油行业也是一样，石油同样改变了世界，但很多公司的效益都不理想。再比如19世纪的铁路行业。

“如果你所有的股票和债券都是铁路公司的，那你肯定是要赔钱的。美国铁路公司的股本是全球资本的集合——反向马歇尔计划——把英格兰及苏格兰信托公司募集起来的储蓄存款转移到了这里。要不是计划周密，不可能做得如此漂亮。投资人可能没有收益。”

我说实施铁路所有权措施的目的是为了把国与国连接在一起，必要时不惜牺牲交通公司的利益，之后再通过土地许可权和特许权补偿其损失。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

“那当然是土地所有权最值钱啦，”万格说，“肯定不是交通公司。如果你1880年投入了100万美元到铁路行业，那你可能早就破产了。但如果你是投入到了芝加哥房地产业，那么你在未来的40年都可能继续发大财。到1910年，由于铁路运输的刺激，芝加哥成了世界上成长最快的城市。

“在运输行业里，钱都是从核心业务之外赚得的。再回到晶体管行业，虽然晶体管公司总体上都业绩不佳，但电视转播、有线电视、电脑以及数据处理都成了能赚大钱的买卖。”

我补充说由于电脑的出现，投资行业本身也经历着巨大的变革。

“这当然啦，”万格也同意，“指数基金、数据库都得靠计算机。也许某一天你可以到计算机商店花80美元买一个投资组合经理软件回家，将所有已知信息输入，到那时候我就失业啦。我们正处于一场仍在进行的变革之中。

“现在有很多软件可以使监督程序自动化。比如经营一家公用事业公司，工厂里的实际操作经理需要随时根据现实情况更新数据以确保结果准确，如工厂用的同档次煤的价格等。而现如今，一套‘专家系统’就可以把一切搞定，而且做得更好。导航系统也是个例子：自动驾驶仪已经在不适合飞行员生存的地方着陆了，很快人类飞行员就只能做替补，以备自动驾驶仪出现故障之需。

“芝加哥银行曾经雇用了大批证券分析师，但一直表现得低于平均水平。现在把大部分员工都解雇了，而采用计算机操作，分析结果正接近平均值，而且节约了成本。”

东方的崛起

万格一大投资赌注是环太平洋地区未来的繁荣。东方国家的人工作勤奋，比一般人更有经济头脑。

那么应该如何利用该地区的发展进行投资呢？方法之一是关注万格所谓的“资产阶级化”运动。太平洋地区的中产阶级正在迅速崛起，万格利用这种发展趋势，在他的基金中加入了三种交通类产品：国泰航空公司、新加坡

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

航空公司以及马来西亚航空公司。国泰的总部位于香港，很多人认为是世界上最好的航空公司。“国泰和新加坡航空都只雇用妙龄少女，选拔很严格，”万格说道，“他们可以不受政府的管制，在她们20多岁的时候就把她们解雇掉，再招年轻的。”作为空姐，成熟女性不是比小姑娘更有能力吗？“是的，但如果要飞6个小时的话，她们显然没有年轻的耐看。”他回答道，讽刺地微笑着。

“投资航空公司时应该选择一家航线多、支线短、打折少，而且运输需求在飞速增长的公司。香港的国泰中心机场和新加坡机场都位于该地区的核心位置，也就是不存在支线问题。而且两家公司所面向的国家，有的实际增长一直保持在8%～10%的水平，考虑到农业在它们经济中占的比例，这真是太不可思议了。

“香港的酒店正在加紧建设，夏威夷和我们的西海岸也将加速发展。太平洋地区的旅游业非常有前景，如嘉年华游轮和迪士尼，以及奢侈品行业的华登峰水晶（Waterford Crystal）。”

水晶球的裂痕

准确把握世界的发展趋势其实非常困难。在一份报告中，万格分析了20份由众多预言家在几十年前作的预测。其中几份提到，至1985年能源价格将非常低廉，原因包括深海钻井采油，核能源持续发展，褐煤、合成燃料等低级化石燃料的开发，以及屋内太阳能应用等的发展成为可能。所有提到的这些，只有深海钻井在现阶段广泛应用。万格从中得出的结论是科技极难被预测。这些预测都是由睿智且学识丰富的专家作出的，但还是错了，而且，他们都遗漏了一条重要变化：“在任何环境中，总会有一些事物比其同类更适应环境，因此能够发展并成长壮大。我们所处的世界，发展速度越来越快。我认为只有关注小企业的发展才有更多可能赶上下一轮发展大潮，才有可能成为时代的弄潮儿，而不仅仅是死死抱着原有的不放。”

在观察发展趋势的时候，在留心正面投资想法的同时也要注意负面的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就像在福尔摩斯故事中不叫的狗。有几年冬天，没有任何新闻提到汽油短缺的问题，而讲述纽约布朗克斯的老人在公寓里瑟瑟发抖的故事也很少，这就意味着燃料充足，这对于航空公司来说就是好消息。

“对旅馆、迪士尼也是好事。”我补充道。

“完全正确！同样，差不多每年都有文章讲述‘孟加拉国惨遭洪灾’：雨季如期而来，当地数以万计的居民流离失所。但这只是告诉我们雨季来了，人们等水退去就会回家，很平常。真正的新闻应该是某年雨季没有来。”

万格的意思是，如果某年没有读到“孟加拉国的浩劫——数万居民无家可归”这类的文章，那就意味着这一年雨季没有如期而来，应该考虑大豆期货了。

绝处逢生

万格问了一个很敏感的问题：“人们为什么不以真实数据分析风险出现的可能性呢?”他认为一种可能是这些人不愿意或者不会应用数学计算判断实际情况。当然，蹊跷的情况永远比普通情况更容易上头条，但万格说，有一些经营状况良好的小公司尽管也存在潜在风险，但也很值得购买，因为市场太惧怕发生出乎意料的灾难了。一旦出现不好的情况，股票会大幅下跌，而事实上这种情况本身没有那么严重的影响。华尔街给这种现象取了个名字，叫“坏消息的过激影响”。因此，万格指出，如果你能在市场普遍畏首畏尾，不敢应对夸大了的恐怖消息的时候找到一家不错的公司，那就能赚大钱。

有些公司在形势恶劣的时候反而表现良好，比如报税服务提供商 H&R 布洛克公司在艰难时期反而从赋税引发的一系列问题和保险经纪人那里赚到了钱。万格称之为“会痛苦的股票”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

选择标准

万格判断一个公司好坏的时候有三条标准，他称之为“三脚架”——发展潜力、财务实力及基本价值。

1. 发展潜力与五个方面相对应：公司产品的市场需求不断增长、设计美观、生产效率高、市场稳定以及销售利润率较高。利润丰厚通常都是由于公司有过人之处，比如掌握了尖端科学技术。他喜欢市场占有率有绝对优势的公司：“灯泡行业的龙头也比拖拉机行业的老三要好。”电视台、地方购物中心，或者是一家报社都能在该地区形成垄断。

之后，万格会选择管理出色的公司，这些公司了解所处行业的行情，谙熟市场，善待顾客。他还倾向于选择管理者持有大量股份的公司，这样他们才能与其他股东一起重视公司的发展。

2. 万格希望确定公司的财务状况健康稳定：负债低、流动资金充足以及账务保守。一张强有力的资产负债表就可以保证增长而不必均衡现有持股人的股权资本。

3. 最后，价格必须要有吸引力。万格指出，机构投资者经常把一家公司和它的股票搞混；但你可以持有一家优秀公司的表现不佳的股票。

为了核实市场价值，万格发明了一种名为“辞不辞由你”的测试游戏，屡试不爽。“你只需假设自己的一位性格古怪的朋友拥有一家银行，他提出借给你一大笔钱，只收取10%的利息，用这笔钱你可以以现价买下你正在研究的公司的所有股票。如果研究之后你说，‘哇，真是太棒了！快把钱借我，我干！我愿意辞掉工作经营那家公司，这笔生意太划算了’，那么也许那只股票真的不错。但如果你说，‘哦不，我还是保持现状好了’，那么这只股票可能就不够好，你应该将注意力投向别处了。”

为了衡量一只股票的价值，万格通常会让他的分析师估计这家公司的未来盈余，对于估值不当的股票，则预测公司破产的可能，包括两年之后会出现的情况。而后，计算机会套用传统股息折价公式，计算出当时这只股票的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市盈率，最终得出目标价格。

之后再计算出如果股票果真从现行市场价格升至预期水平时的回报率。最后，万格会紧盯屏幕中出现的回报率，考虑分析师的预测哪里与市场不同。

鲁宾斯坦法则

万格采用自上而下的方式挑选好的股票。他首先会判断市场中最有吸引力的领域，然后选择该领域中很少几只表现良好的股票，以减少分析量。他将这种方法称为“鲁宾斯坦法则”：非胜即败。他解释说这是从一则关于亚瑟·鲁宾斯坦的故事中得出的。鲁宾斯坦有一次应邀到伦敦为一场钢琴比赛做评委，从0分至20分中选择分数为选手打分。当比赛结束后，主办方却发现这位音乐大师的打分大部分都是0分，只有少数是20分，没有中间分数，这使他们颇为不满。当问及打分为什么如此极端时，鲁宾斯坦回答道：“很简单，他们要么会弹钢琴，要么根本不会。”

一个有潜力的投资项目必须具备某些有利特质使其能够保持5年甚至更长时间的发展。万格的投资组合周转率非常低，历史平均水平是每年25%。也就是说，他每年将投资组合中的1/8卖出，再买入其他的。如果某只股票在当初购买时考虑的主要原因或者“比喻”仍然适用，那就会被留下。正是由于如此有限的周转率，橡树基金在所有证券基金中的支出比例是比较低的。

几年前，万格的一位朋友告诉他没有机构曾经投资过房地产，另一位朋友告诉他说自己银行的获批投资清单中没有房地产的股票。万格感谢他们的建议，但却立即买了柯乔房地产（Koger Properties）和伊利诺伊州大陆房地产（Continental Illinois Properties）的股票。“我这些好心的朋友们已经解释了房地产股票为什么如此便宜，也告诉了我谁愿意在几年后以较高的价格从橡树基金购买这些股票。”但万格说，首先，在过去的10年里，房价至少翻了一番，投资者们也深知这一点；其次，美国及国外投资者们纷纷以10～14倍的现金流竞标优质的房地产，而房地产股仅以5～10倍的现金流就可以购得；最后一点，被房地产投资信托基金淘汰之后，机构还是会重归房地产行业的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

购物中心符合万格所说的全部三条投资重点：房地产领域、涉及节能问题、属于休闲娱乐行业。他曾写道："比如说，购物中心就是很不错的投资项目，因为某地的一处大型购物中心可以将数十个店铺集中在一起，既节约了时间，也节省了开车从一个商店到另一个所需的燃料。最成功的商铺都会充分利用信息，以电视广告的形式在国内建立起知名品牌及连锁店的形象。"

银行业的虚虚实实

万格经常描述刘易斯·卡罗尔在《西尔维和布鲁诺》（*Sylvie and Bruno*）中叙述的场景，卡罗尔是《爱丽丝漫游奇境记》（*Alice's Adventures in Wonderland*）的作者。故事中有一位教授欠了裁缝一点钱，当裁缝让他还钱的时候，教授说如果裁缝愿意再宽限一年的时间，他愿意双倍奉还。于是几年过去了，教授欠了裁缝 2 000 英镑，但他觉得只要裁缝永远愿意再宽限他一年的时间以此得到双倍的还款，那裁缝就永远也得不到钱。这本书出版于 1889 年，万格计算出如果两个人物至今仍健在的话，那么教授欠下裁缝的还款就是巨大的天文数字了。

"如果借款方是现实中的国家，如阿根廷或波兰，既没有抵押物，也没有还清欠款的打算，那么银行什么时候才能意识到他们遇上了一个好逸恶劳的教授呢?"万格问道，"银行的每笔坏账都是在将其推进虚拟世界。"恰是由于这些担忧，某些银行的价值被低估了。万格尤其喜欢小规模区域型企业，"但是我们应该找那些由银行家而不是裁缝经营的"，他又补充说，但不是"有野心的银行家"。

抓小放大

万格的投资重心仍然是小企业，原因很简单——回报率高。他援引了伊博森咨询公司 1995 年出版的著名报告，其中调查了 1925 年至 1995 年 70 年间

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票的收益。报告显示大型企业平均年收益率为10.5%，而小型企业为12.5%。这个差距可不小。经过20多年，1万英镑的复利收益在利率低时将达到73 662英镑，而利率高时将达到105 451英镑——相差40%！

万格也承认，专家们对这种差异产生的原因仍莫衷一是。但从他自己的理论来看（他称之为商界的“达尔文主义”），原因是小企业的领导者更能适应变化，他们也有更大的成长空间，与成熟企业相比，可以在更短的时间内采取战略行动。另外，大公司已被市场熟知，而研究小企业，就可以发现还未被市场了解的信息。

与彼得·林奇不同，万格觉得单独的个人没有能力选择股票，至少是外国股票。“投资专家们终日在全球飞来飞去，试图建立起合作式共同分析关系，他们有可能挖掘到单个人从未想过的投资项目。一个人单枪匹马收集的信息怎么能与一个共同基金公司发现的无限机遇相匹敌？”万格列出了部分公司，在他看来是个人投资者无法发现的：一个马来西亚赌场，一家荷兰报社，一个位于墨西哥的陶片生产商，一家瑞士有线电视台，一家法国短期服务公司，一家日本折扣店，一家德国窗户生产商以及一家中国自行车生产商。“我敢保证东南亚和拉丁美洲地区的项目，普通人是不敢打个电话给普惠公司就下订单的。买那里的股票如同接受了噩梦的邀请。”

时机选择

万格不在乎时效性和流行趋势，他同意彼得·林奇的观点——每年看15分钟的经济形势报告就足够了。“整个市场不会在乎经济是上升了3个百分点还是下降了1个百分点的，”万格认为，“每份研究报告都证明了股票市场可以正确反映经济的发展方向，但如果要寻找其他方面的信息，就一点用也没了。”

为了更好地说明这一点，他讲起了自己亲眼看到的一个例子。他有一天在纽约中央公园散步时，看到一个女人在遛黄毛猎犬。她以缓慢的步子从公园一个门踱到另一个门，而那只猎犬却忽前忽后地乱窜。但最后猎犬还是回

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到她身边，与她一起离开了公园。要想预测并分析那只猎犬的运动轨迹该有多困难啊！但无论它做过什么，最终都要回到等在南门的那位女士身边。万格因此觉得每天跟踪股票行情就如同记录黄毛猎犬的运动轨迹，“但是，”他总结道，“如果你着眼于长期发展，关注股市在过去几年里呈现出的缓慢而平稳的总体趋势，那你就知道那位女士要去哪里了，也就因此知道了股市猎犬终将归向何处。”

近期项目

早在1997年，万格就对几个问题持续关注，希望能从中获益，其中包括能源开发，东欧的解放运动、发展中国家的社会变革以及信息技术的重大突破。

其中有的可以很容易作出判断，比如欠发达国家一定会投资建立国内的电话体系。而其他国家则需要一定创造性：发展中国家诞生的新一代中产阶级一定想去国外旅行。因此，万格投资了旅游娱乐类股票，如云顶国际（Genting International）这家新加坡游轮公司、日本H. I. S. 旅行社，以及澳大利亚的伯斯伍德赌场（Burswood）。他仍没有放弃嘉年华游轮公司，理由是如果卡斯特罗最终离位，古巴的旅游业也会得以发展，那么该岛将再次成为美国人休闲度假的好选择。

能源开发行业也使万格兴奋不已。陆地上的石油已经开发得差不多了，美国主要石油公司都开始将视线移开陆地。这就为小公司留下了利润空间，他们可以从残羹冷炙中挑选一下，再次开采或者增加压缩机。橡树基金就购买了这样的能源开发公司的股票，如百通石油及天然气（Benton Oil & Gas）、贝森开采（Basin Exploration）及斯奈德石油（Snyder Oil），都是小公司。基金还投资了特索罗石油公司（Tesoro Petroleum），一家圣安东尼奥的石油服务公司，该公司已收购了一家阿拉斯加炼油公司，并正在收购另一家夏威夷的企业。特索罗还在玻利维亚进行开发生产，公司预计那里的天然气生产量将在1999年输往巴西圣保罗的管道期满之后翻一番。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

当俄罗斯和东欧国家开始发展时，万格注意到印刷和包装业在那里有巨大需求，于是他成功投资了德国的克朗斯（Krones）和美国的诺信（Nordson）这两家包装和标签机生产商，以及日本的小森印刷机械（Komori Printing Machinery）。他还了解到防护用具也有需求，如护目镜、面罩、硬头鞋之类。于是他买入了矿业安全配备公司（Mine Safety Appliances）的股票，它是世界上最大的工业防护用具生产商。

万格也不建议长时间持有一类股票，你必须有能力辨别出表面现象是否与实际情况吻合。他引用了罗伯特·彭斯的诗《我的爱人像朵红红的玫瑰》。“这和事实不符，”万格说道，“你的女朋友非常漂亮，你也很愿意看着她，但你的意思并不是说她短小、长满了刺，住在你家后院。”他举了1994年墨西哥经济危机的例子。随着比索的下跌，远在阿根廷的投资者却纷纷把股票卖掉，从而引发了阿根廷比索的大量流失。一般人一定觉得这种逻辑很奇怪。“他们都讲西班牙语，都用比索，因此是一样的，别管从布宜诺斯艾利斯到墨西哥是不是要飞4 609公里。”

下游投资

万格认为发展最迅速的投资领域是他所说的“信息技术”，这在他的报告中屡次提及。“我实际上是从这一点出发建立起了一个职业体系，我的投资组合一直有很大一部分是围绕这一领域的。这一主题永远也不会落伍的。”他经常关注电子信息处理变得越来越高效。

对于与信息技术相关的股票，他的建议是：找到一项能带来巨大变革的技术，然后投资于其下游产业。换句话说，就是投资那些可以从此项技术中获益的企业，而不是技术公司本身。尤其要关注通过计算机和微电子盈利的公司。

他最成功的例子是对国际游戏科技公司（International Game Technology，简称为IGT）的投资。IGT符合万格提到的两条标准：既是一种新技术又是未来的发展趋势，越来越多的人将对这一行业产生兴趣。IGT原本只是一家传统

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

机械老虎机生产商，但后来致力于制造计算机控制的高科技电子插槽，使其不仅可以满足不同类型投币机的需求，还可以作为新款游戏机和彩票机的重要元件。万格以 1 美元每股的价格购买的 IGT，后来涨到了 40 美元每股。

万格极少买半导体公司的股票，摩托罗拉和英特尔从来就没进过他的投资组合。但他对 LIN 传播、移动通信、电话及数据系统等受益于半导体技术发展的企业的投资却回报颇丰。某些进行高速数据处理的公司从芯片技术的进步中也有所获益，因此万格也持有部分信用卡发行公司的股票，如 Advanta、美国第一银行、MBNA 银行及美国人民银行（People's Bank）。

1998 年，他最看好的下游企业是马萨诸塞州的 ACT Manufacturing of Hudson。这家公司为数据网路、电信、医药及计算机等行业生产电缆，提供组装服务，可以以较低的风险从迅速蔓延的电子设备行业获益。

万格看好的另一个行业是外包，该行业正在以每年 25% 的速度上涨。他买了 Capita 公司的股票，这是一家管理驾照办理点的小型英国公司。

万格有一条理论，有可能对其基金的发展非常有利。他认为社会保险、医疗保险、医疗辅助等社会福利项目比庞氏骗局①好不到哪去。政府根本没有用那些钱去兑现承诺，只是连累了大家。“政客和即将领取养老金的人都非常担忧，生怕哪天早上醒来后听到国家退休办侵吞巨款的噩耗。”

一种解决方法是将退休金制度私有化。他引用了美国咨询委员会在 1997 报告中提到的，建议国会考虑把此制度一定程度地私有化。尽管对这一提议国会大多数投了反对票，但私有化已经在智利、阿根廷、墨西哥、澳大利亚及英国等国受到了欢迎。万格还注意到，401（k）和 403（b）两项议案已经在为私有化探路了。

他认为个人投入的养老金方案彼此差距较大，因此应该购买小盘股。他注意到 1997 年 9 月的一份报告中显示，当年 5 月小盘股成交量激增，有望超过标准普尔的世界 500 强公司的表现。“这种趋势虽然还没有在全世界蔓延开来，但是快了，”他说道，“如果像我们期待的那样发展下去，那么投资橡树

① 庞氏骗局是一种最古老和最常见的投资诈骗，由一个名叫查尔斯·庞齐的投机商人“发明”，是金字塔骗局的变体，很多非法的传销集团就是利用这一招术聚敛钱财。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

家族基金（Acorn Family Funds）在未来的几十年都将是盈利的。”

进军传媒业

万格减少了有线电视公司的头寸，转投节目制作公司。他认为随着频道容量的增加，用户人数和广告都会增加，节目的制作方一定能从这些缴费中获得丰厚的利润。他做得最多的是自由传媒集团（Liberty Media），旗下包括迪士尼频道、学习频道及 QVC 电视购物频道。

万格对很多媒体公司的判断都是正确的。1994 年，他以每股 12～17 美元的价格购买了国际家庭娱乐公司（International Family Entertainment）的股票，在销声匿迹了一段时间之后，这只股票开始上涨，最终涨到了 35 美元每股，这也是鲁珀特·默多克在 3 年后宣布要买的价格。1997 年，他买下了盖洛德娱乐（Gaylord Entertainment），后来美国西屋电气公司买下了它的乡村音乐和 Grand Old Opry 分支业务。

万格注意到，近几年很多有实力的投资商没有任何理由就竞标一个普通的市场。就像他在 1997 年解释过的那样，“你们的效率确实越来越高，但同时你们也越来越偏激，终究有一天你们会发现自己掌握的很多事实都不再正确了。”为了避免这种情况的发生，“单单具有敏锐的商机洞察力是不够的，你们还需要与时俱进”。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【第十六章】

罗伯特·威尔逊：无牵无系



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

罗伯特·威尔逊就像新年晚会上的小丑，拿着烟头到处戳爆气球。砰！砰！砰！他最喜欢做的就是把二流的“概念性”公司的股票挤爆，因为总有些人容易上当，而股票经纪人急于卖给他们股票，于是就把这样的公司捧红了。在一段时期内，总会有某只股票很红：要么是价格高得离谱的网络公司和热门药业公司，要么是某个根本没有牌照却声称能改变世界的公司，再不就是某棵可以参入云霄的大树。因为总会有投机者参与，于是股价就可能从5美元涨到10美元，这进一步激起了投机者的热情，于是买得更多，价格继续上涨，而新的投机者也会蜂拥而至。很快，这只能够无休止地自我验证的冒牌货就涨得不能再高了，超出了所有合理价位。而罗伯特·威尔逊深知这一过程最终将以毁灭告终，他就看着皮筋绷得越来越紧，越来越多的追捧者还想继续人股却无能为力。股价涨到了15美元，威尔逊将其做空，并计划在它跌到10美元或者5美元，甚至是2美元的时候再回购。

由于经纪人的热情，散户们倾其全部最后一搏，使价格蹿至20美元，威尔逊损失了投资的1/3。他开始惊慌失措了吗？没有，这太正常了。他把额外的上万股也做空了。这只股票摇摇欲坠，跌跌撞撞下滑到了15美元，让威尔逊嗅到了胜利的气息：敌人开始撤退啦！他向他的朋友、经纪人、记者以及任何愿意听的人解释这只股票的价格为什么高得如此离谱，为什么前景不乐观。原因可能是这个行业已经过时，管理过于松散，竞争太过激烈。也可能是成本在上涨，市场在干涸，更好的产品就要从日本来了，这家公司欠了银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行钱，也许还会招致越来越多的麻烦。

而此时，最初那些经纪人招到了麾下，试图拉人新的买家，他们宣传说“现在买可是捡了个便宜，每股只需要 15 美元，原来都 20 美元呢”，或者“两年之内肯定能赚上 5 美元，它以后还能涨到 40 美元呢”。于是威尔逊、他的经纪人以及其他空方杀手开始摩拳擦掌，准备大开杀戒。瞬时间，上百万股被做空，经纪人们开始为下跌编造理由，不详的信息在华尔街午餐餐桌上流传开来，小股民们害怕了，追加保证金通知来了，行动起作用了。股票价格直线下降，威尔逊实现了预期目标，以 7 美元至 10 美元的价格重新购回了所有借来的股票，从中赚了 50 万美元。

对于威尔逊来说，那些精力充沛的捧红“概念性”股票的经纪人就像是狩猎时的驱猎犬，他们把鸽子赶到了他面前，他只需要守株待兔。十几万美元入账。又是十几万美元。在威尔逊看来，那些驱猎犬——我的意思是经纪人——不是在为顾客工作，而是在为自己效力。

威尔逊身材修长，留着棕色整齐的胡须，面庞偏瘦，头发稀疏。他说起话来幽默而有活力，略带中西部口音。他着装简单利索，有张 40 多岁的脸，但整体看起来像 30 岁左右。而他事实上已是知天命之年。他一直注意保持体重，而从他的工作流程来看，他也必须这样，他就像一个空中交通管制员。

威尔逊穿着凉鞋，双脚翘在桌子上，坐在他那宽敞而干净的斯堪的纳维亚式现代风格的办公室里。这里位于纽约西部的一栋商务楼中，他就在是这里买进或者卖出股票。他工作时间的 2/3 花在打电话上（他的耳机是头戴式，带麦克，每次接起电话都称自己是“威尔逊”），其余 1/3 时间用于阅读商业杂志和秘书记下的电话信息。他晚上经常和股市中认识的朋友一起出去。他的信息输出就是他的投资策略，这已经使他腰缠万贯了。

为了保持他这台赚钱设备性能良好，威尔逊非常注意自己的健康。他曾经每天早上吃鸡蛋和培根，但发现胆固醇过高之后就不再吃了。他服用维生素 E 和 C，喜欢低冲击力慢跑，还经常做瑜伽或其他运动。他去纽约运动俱乐部（New York Athletic Club）练习健美操，但从没有具体从事某个体育项目——他不喜欢竞争太激烈的活动。他说自己一直缺乏力量，也不够协调。他发现做一些脸部运动可以避免长皱纹和双下巴（这两样他都没有），比如做



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

做鬼脸，像日本漫画中的演员那样使劲向两侧和下方咧嘴。当他开始谢顶的时候，他就向上拉自己的头发刺激头皮，这真的产生了效果。他说随着年龄增加，血液循环会减慢，所以必须要保证血流通畅，他因此每天都喝很多水。起初是因为得了痔疮才吃软便剂，后来他发现这可以改善肤色（他的肤色比实际年龄年轻很多），于是病好了之后仍然坚持吃。

大约55岁时，他在部队做了两年办事员之后，加入了德·维格的公司。公司的老板伊姆里·德·维格简直就是部百科全书，让威尔逊接受了不少次拷问。后来维格曾提到说要是威尔逊愿意留在公司工作，他可能自己就不做投机了，完全放权给他做。但威尔逊说他绝不会同意，于是这个想法也就搁浅了。（我可以避开德·维格公司的规矩，因为我付钱给他们替我打理我自己的基金，这让我享受到了既是客户又是经理的待遇。）他还为其他几个投资公司工作过。

但他做得最成功的还是管理自己的钱，近几年已达到8位数。

威尔逊一个人住在中央公园西部的一处宽敞明亮的公寓里。他是纽约几家文化艺术机构的重要赞助人，如纽约市歌剧院、布鲁克林植物园以及惠特尼美国艺术博物馆等。在这些地方，他的艺术鉴赏力也得到了提高。他喜欢音乐，尤其是马勒、瓦格纳、理查德·施特劳斯、普契尼、莫扎特和贝多芬的，但有2/3的情况会在电影看到一半的时候就出来了。他实用主义意识很强，对如何正确处理问题感兴趣。他的言谈举止简单而风趣，富有同情心，毫不张扬。

是什么促使威尔逊发家的？他反复提到说是因为自己太想变得富有了。但他只是把钱看做身份的象征，倒不是想用它来干什么。他品味简单，没有奢侈的兴趣爱好。他不愿意雇用人，也不想要黑色大轿车，这些会让他觉得自己与世隔绝。他坚信奢侈的消费方式会使人“丧失生命力”。他很乐于慷慨资助文化机构，并加入他们的董事会，还喜欢每周去几次高档餐厅。

生活在他看来是个享受的过程。“市场行情上涨的一天就如同卡门·伊莱克特拉的表演一样精彩。”如果输了钱，他会很难过，但也不至于崩溃，想要在他从事的这种类型的投资中获得成功，需要极强的忍受痛苦的能力。“这一行没给我很多收获——起码不是根本性的，”他说。他引用了伯纳德·贝伦森



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的话："要想活得舒服，一个人应该有更少的时间和花不完的钱。"

威尔逊智商超群，善于表达，对自己感兴趣的事物有天生的感知力。当我们聊到大部分卓越的投资家都不太张扬时，他指出那些生活上过分铺张的更多是工厂的厂长，或者是没有文化的暴发户。而投资家，我们都觉得更具有哲人般的达观，不愿意过分地露富。威尔逊有一条有趣的格言："有了钱，最愚蠢的就是花掉它。"

做空失败

除了坚持自己的运动计划外，威尔逊还通过不定时的休假保持活力，这也是效仿了J·P·摩根的箴言："我可以一年中有9个月都工作，但要我工作12个月是不可能的。"对威尔逊来说，有一次休假遭受的损失远远大于收获。那次他外出旅游了6个月，先后去了欧洲、亚洲和澳大利亚。在走之前，他把投资组合调整到了令自己满意的状态，列出了各类做多的股票清单，正好与另一张做空的相平衡，无论市场涨还是跌（他没预料到市场会有那么大变化），他觉得都没有问题。在此之前，他经常同时做多做空，与什么都不做相比，总能赚些钱。他说自己一直在空方交易中享受着神话般的成功，直到那一次。

不幸的是，他那时有一个头寸以平均15美元的价格做空了国际度假胜地公司。(它自那之后就拆分了。）在他离开之前，股票涨到了20美元。"我的损失惨重，但我也许还会做空更多。"威尔逊在一次曝光率很高的采访中这样说道。他预测刚刚在大西洋城开了第一个赌场的国际度假胜地公司不会像公众坚信的那样有良好表现，因为大西洋城里的财富状况并不像拉斯韦加斯那么有利。威尔逊还解释说赌场老板需要雇用黑手党帮他们要债，因此如果泽西成功地将赌场里的黑社会赶出去了，那么这个赌场也就没办法扩大声誉，无法吸引大赌徒了。于是他就自信地踏上了自己的环球之旅。正当他还在欧洲悠闲度假时，报道中称国际度假胜地公司从它最新的赌场中获得的第一笔收益数目惊人。投资者们纷纷为其吸引，疯狂入股。威尔逊已经公开宣布了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

自己数额巨大的空头头寸，因而经纪人们也清楚这一点，他们告诉自己的客户说一旦股价足够高，威尔逊就不得不把自己所有的空头买回，因为他的资产也是有限的。这一点对股票起到了一定助推作用。

就在威尔逊仍流连于美景、教堂、宫殿、音乐厅以及享受著名餐厅的美食的时候，他的家中却正面临着灭顶之灾。

国际度假胜地公司股价开始全速攀升，他离开的时候已经升至 30 美元——这让他的支出翻了一番。之后，当无助的威尔逊从一处景点逛到下一处时，国际度假胜地公司从 40 美元涨到了 50 美元，又到了 60 美元——涨了 4 倍！已经达到他所有空头头寸的 1/3 了。这时他已经损失了几百万美元。他至今仍对在挪威峡湾度过的那糟糕的一晚记忆犹新。他与一对无聊的夫妇喝得酩酊大醉，以致无法与他们握手告别。从华尔街传来的不祥的电报已堆积成山，他潜意识里已经知道计划失败了。

金融类报刊的作家们开始大肆揣测威尔逊的窘困，而国际度假胜地公司股价却仍然捷报频传。经纪人们催促自己的部下再接再厉：威尔逊逃跑啦！

他到了亚洲，来到了新加坡和中国香港，而国际度假胜地公司股价继续无情地攀爬：5 点，10 点，即使只是一个百分点的上升，对威尔逊也意味着 10 万美元的损失。

穷途末路

威尔逊开始垮了。整个夏天，这种情景就在他的脑海中越来越清晰。事实上，他知道自己是命中注定的，他现在处于一个全新的投资环境，与以往完全不同。但谁能想到"每年只能赚个百八十万"的国际度假胜地公司一年就赚了 5 000 万美元？这在历史上也是最伟大的成功吧？直到今天，威尔逊也想不出还有哪个公司的收益能够在 18 个月的时间内从 100 万美元涨到 5 000 万美元。

纽伯格－伯曼公司经常会打来电话：我们需要更多的保证金！你打算卖什么？他们只给他 1 美元的额度，超出的他都不能动。一旦威尔逊倒下了，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他们可不想自己的公司也连带遭受灾难性的损失。他们是对的：威尔逊承认要不是有额度的限制，他可能早就毁了。

“补点国际度假胜地公司股票。”威尔逊指示道，他现在不得不挤压自己。他自己的购入会使股票进一步上涨，但也使压力进一步加大。

国际度假胜地公司股价涨到了 120 美元。他已经损失了 1 000 万美元。

威尔逊到了台湾，而灾难的阴影进一步笼罩。9 月的台北阳光灿烂但热气逼人，与美丽而略带忧郁的香港不同，这里热闹、欢快、生气勃勃。威尔逊住进了圆山大饭店的一间高屋顶的单人房，房间像个宝塔。他每天都穿着橄榄球衫、阿迪达斯运动鞋、浅色裤子，戴着太阳帽，乘出租车穿梭于台北热闹而多彩的街道，往返于寺庙与寺庙、博物馆与博物馆之间。

与此同时，国际度假胜地公司股价也是日日攀升，曾在一周半的时间内，从 120 美元涨到了 180 美元。威尔逊在情况不好的一天之中就能损失 50 万美元，也就是证券交易所营业的每个小时都损失 10 万美元。

最终，他再也承受不住了。9 月 4 日，他去拿房间钥匙时，工作人员照例递给他一份来自纽约的报告负面消息的电传——又涨了！威尔逊终于知道这次输得有多惨了。他没有立即回电传，而是当即决定给纽伯格－伯曼公司发了一份国际电报：“国际度假胜地公司：满仓”。就这么短。

但事情远非如此简单。

第二天早上，威尔逊吃了一顿丰盛的早餐，包括几个鸡蛋、粥和一个香蕉（他描述为“营养大餐”）。和往常一样，他还是乘出租车出去了，一如往日地惊叹台北消费很便宜——这是因为他总去寺庙看画展和雕塑。中午，他稍作休息，享受了顿大餐，下午继续。

晚些时候回到酒店，他先回屋子换了衣服准备下楼吃晚餐。

7 点钟，电话铃响。威尔逊还穿着橄榄球衫、阿迪运动鞋和淡蓝色裤子，坐在床边拿起了电话，是他纽伯格－伯曼公司的经纪人打来的。

“国际度假胜地公司股价已经升到 190 美元了，我们该怎么办?”经纪人说。

威尔逊知道 190 美元已经封顶了，再涨的空间很小。这只股票不能再涨了，现在这么高已经是毫无道理了。这是典型的投机性哄抬——只是泡沫而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

已，随时都有可能塌掉。但他敢吗？敢都卖掉吗？包括运作完全正常的多头头寸？如果他错了，他就不得不再熬一次刚刚过去的这一周。他必须做多国际度假胜地公司，即使这是一个错误的决定。此时的他身心疲惫，被彻底打垮了。所有不知名的蚕食者都在尽可能多地吞食自己那份。

"你收到我的电报了吗？"威尔逊问道。

"什么电报？"

"我让你们满仓国际度假胜地公司。"

"您真的让我们这么做？"

"是的！满仓！"又说了两三句，他就挂掉了电话。

威尔逊的灾难在报业大罢工时期来临了，但他仍然享受到金融类报纸头版头条的待遇，还包括《华尔街日报》中的一篇长篇报道。这将被华尔街作为史上最具戏剧性的空头操作而牢记，尤其是还被电报记述得如此详尽。

时代不同了

威尔逊说对国际度假胜地公司的投资，并不是错在对市场的判断上，而是误解了这个公司的本质。同时他也觉得在那段时期，美国的方针政策发生了变化。20 世纪 60 年代，任何事都存在问题，无论是政治还是其他方面，而商业领域的投机活动也总是以失败告终。但从 1978 年开始，新纪元开始了。谁曾想到纽约人竟然开始拾狗粪了？也许国际度假胜地公司和狗粪都是巨大变革的征兆吧。威尔逊说，国际度假胜地公司在大西洋城的投资是美国历史上第一个能如此长期地在如此大的范围产生正面影响的事件。（当然，"正面"与否还要取决于你如何看待股份有限制的缺陷。）

威尔逊一想到《纽约客》几年前的一幅漫画就会笑起来。画上有一对身穿松垮垮的衣服，满头卷发的嬉皮士夫妻懒洋洋地靠在垫子上。他们的孩子梳着整齐的头发，西装革履，手提文件箱，表情严肃地朝门口走去。迷惑不解的父母感慨地问自己，"我们哪里做错了吗？"

这告诉我们威尔逊最重要的一条投资原则：投资领域内任何成功的方法

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都会在以后失去作用。万物总是处于变化之中。"快进快出也许能奏效，但最终也会突然让你措手不及，不得不换其他方法。"

罗伯特·威尔逊通常的投资做法会把保守的投资人吓坏。而这实际上就是小股民采用的方法，每年都在这上面花掉很多钱。不同之处是罗伯特·威尔逊做得更出色，没有资金上的担忧。即使情况暂时不利，他也不会放弃一个好的想法。登山者在登山时需要穿着结实的衣服，佩带恰当的工具，在雪崩多发期不能待得太晚，还需要紧跟着有能力的同伴小心前进，而一位有经验的向导和一条绳子也是必备品。然而，如果想打破纪录，这些规矩则都不必遵守。他可以不需要同伴和向导，也就可以不带绳子，他也许需要快速攀上滑下，所以只佩带轻便的工具，还要承受发生雪崩的危险。

轻装上阵无需保护就是威尔逊采取的方法的核心。他从来不亲自考察公司，评估其管理。他几乎所有的想法都来自经纪人，实际上是通过概念和理解作出判断，而不是事实。买入一只股票的时候，他考虑的是什么会让它涨，谁会关注这家公司，而不是为公司的具体生意担忧。

分析性的工作他通常会留给其他人做。他像是广告公司的总裁在体会一条最新的宣传口号。"'非可乐'（七喜汽水的广告语）？嗯，不错，挺有意思。但他们会在波格太罗买吗？为什么不？"威尔逊富有想象力的分析方法，使他免受复杂的分析报告的牵绊，比传统的分析师更容易看到一只股票的市场前景。他将自己描述为"长期投资人"。如果事情按照他的预测发展，他可能在一只股票上待一年或更久。如果情况相反——他的很多想法也没有奏效——那他则会另投他处。

他很讨厌阅读长篇的股票分析报告，最多就是浏览一下。事实上，他所有的信息资料只需要3个抽屉。买入一家公司的股票之后，他会把收集到的每份文件都保存起来；一旦把股票卖了，这些资料就会被扔掉。再需要相关信息，他则会打电话给他的经纪人或者其他投资商。

尽管威尔逊从来不和机构的证券分析师（他们在他看来"就是些官僚主义者"）共同出席会议，但他每年都会参加西部电子制造商协会（WEMA）召开的会议，该协会现在包括全国很多地方的制造商。

他对精确的数据无动于衷。我有一次看到他做多和做空的所有公司列表，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就问他那些公司总裁的名字，而他只知道一半。毫无疑问，在威尔逊看来一个公司换总裁，就跟意大利换总理一样，不会产生根本性变化。总体动态才是他想把握的，即圈内发生的公众尚不可知的关键性改变，比如某一公司的价值突然从 1 亿美元涨到了 10 亿美元，它的股票成了每个机构都争相持有的。当公众最终了解到这一情况，意识到这只股票多么有价值，并想持有的时候，威尔逊也会欣然奉上——只是价格高出很多罢了。

关于风险

威尔逊与这本书中介绍的其他大部分投资者采取的方法有很大不同：格雷厄姆之类的人总是试图把损失的可能性降到最低，寻找安全边际；但威尔逊却一定要买存在巨大风险的股票，因为只有这样才有可能上涨。“除非人们对这只股票存在一定担忧，否则是没有巨大成长潜力的，”他如是说，“如果我的投资组合中只有我看好的 70 只股票中的 10 只，那我肯定会被吓得屁滚尿流。”

这是我听到他所说的最有代表性的观点，希望我的读者能够仔细思考这其中的意味。顺便提一句，最让他生气的是听到他的经纪人确信“这只股票没有跌的风险”。

与众不同

威尔逊的根本原则是：购买的公司必须要有新产品推出或产品与众不同，至少也是经营方式有所变化。

他喜欢 5 ~7 年内能上涨 10 倍的科技类公司。然而买入现阶段公众普遍看好的股票也存在一定危险，那就是经常有些不道德的经纪人因为与管理层有瓜葛，会推荐很差的股票，这样一来，内部人员就能以远高于股票本身价值的价格将其卖给普通大众，就像 20 世纪 60 年代风靡一时的热门股一样，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后来也都销声匿迹了。投机者要想总走在公众之前，就必须足智多谋，否则只会被卷入其中，自身难保。

如果是打赌竞选结果，你下注的不必一定是那个最优秀的人，而应该是你猜会赢的人。威尔逊凭借他的诀窍和技巧对那些他认为在一段时间内能吸引大众投资的股票“形象”下注，几个月或者一年内的就可以，没必要 3 年那么久。普信集团的股价每季度都会按时上涨 20%，这也许就反映了它的发展前景。但威尔逊说，要想做得更好，就要“出其不意”。

推波助澜

威尔逊希望看到股票经纪公司共同在背后力推一只股票，因为他知道他们只是在帮助他的下一个攻击目标尽快就位，即下一次金融泡沫。他将经纪人戏称为“制造泡沫的人”，喜欢把股票做空助其下跌，而不是等待其价格自己下滑。

殖民商业公司（Colonial Commercial）曾经是他主要的空头头寸之一，威尔逊将它形容为长岛孱弱的联合企业。他在每股 5 美元的时候开始出售，那时还是 1978 年初。到了 10 月，该股股价已经涨到了 20 美元。华尔街的经纪公司，曾经质疑威尔逊不能持稳国际度假胜地公司，决定再次联手助推殖民商业公司，企图逼迫威尔逊为避免损失，而不得不以较高的价格买回该头寸。威尔逊此时是这个池塘中的一条大鱼，他个人的买入就能够使股票进一步上涨，而他可能要再次挤压自己。但这次该股却跌回到 12 美元，威尔逊做空更多，最终以一个很不错的收益清了仓。

威尔逊的空头头寸时不时地会包括图文扫描公司（Graphic Scanning）、Astrex、汤姆·布朗（Tom Brown）、丹碧斯和英国石油。其他做空过的主要是化工制品公司，有代表性的包括陶氏化学、格雷斯（W. R. Grace）、罗门哈斯（Rohm & Haas）以及空气化工产品（Air Products）、国家贝尔斯诺工业有限公司（National Presto）、应用数子数据（Applied Digital Data）、Centrontics、超微半导体（Advanced Micro Devices，简称 AMD）和国际系统与控制（Inter-

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

national Systems and Controls)。

他以20美元的价格做空了博玛器具（Bowmar Instrument)。这个早期的计算器制造商曾有过业绩相当不错的一年，收益激增；之后为了赶在德州仪器和国家半导体公司（National Semiconductor）进入市场之前及时扩张而借入资金。威尔逊最终以2.5美元的价格补的仓，但中间也是看着它在市场整体呈下滑态势时从20美元涨到了40美元。（“那段时期可真难熬啊。”）当泰克尼凯尔（Technicare）也与他作对的时候，他的多头头寸至少还能弥补一下空头的损失。在做空博玛之前，他和很多人都聊过，而几乎所有人都错了。他们和威尔逊一样都没有想到一个计算器市场能够发展到如此规模，也没有想到博玛能表现得那么出色。但无论如何，威尔逊说，计算器只不过是个在装了几个半导体的小盒子外面加几个按钮罢了。

关于嫉妒

威尔逊说，仅靠这一条黄金戒律能使他免于遭受大部分损失，这就是：不要试图预测竞争会在多长时间内毁掉一个公司。从理论上推断竞争将如何展开也是没有任何意义的，最明智的方法就是等待，看究竟会发生什么。比如说丹碧斯，有的人可能25年前就开始担忧竞争对其造成的影响了。然而，在问题尖锐化之前（事实上问题最终出现了)，有的人早已经从这只股票中捞了一大笔。柯达对于即影相机行业的重磅出击惊醒了宝丽来，而宝丽来作为一个竞争者在柯达之后做得也相当出色。商品的多元化进一步打开了市场。还有一个例子是汉堡市场：谁能想到在麦当劳、汉堡王以及所有其他品牌的汉堡之后，市场还能再容纳另一个强有力的竞争者？“美国人到底能吃下多少汉堡？”威尔逊略带夸张地问道。而且关键是大部分竞争者都获得了巨大成功。

公司通常不是被竞争者而是被自己打垮的，他们总是自己松懈下来。进口汽车为什么占据了美国如此大的市场？是因为外国的制造商竞争意识强，效率高，而美国本土的却高傲自大、草率拖沓。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

柳暗花明又一村

20 世纪 70 年代末，威尔逊说，美国人再也不能忍受自己的国家是“正在兴起的二流国家”了。

四五十年代的时候，市盈率跌到了一位数；苏联正虎视眈眈，准备称霸整个世界；投资领域被预测将出现另一场战后大萧条。然而，到了 1953 年，事态逐渐明朗起来，不会再有大萧条了，市盈率也开始上涨。市盈率为何在整个 70 年代降得如此低，威尔逊认为原因是当时的投资者都觉得国家有向社会主义转型的倾向，对于经济，他们需要的是刺激，而不是限制。后来资本利得税也被砍掉了，出现了 180 度逆转。如果是在他开始全球之旅以前就作出的预测，那他一定会说这简直难以置信——就像国际度假胜地股票上涨了 1 000%一样难以置信。之后，在里根政府的努力下，向社会主义的倾斜被逆转了。威尔逊预测说市场将从 20 世纪 70 年代萧条时期的收益水平上涨 20 倍，或者在 5 ~7 年内涨为此前的 5 倍。（事实证明他是对的。）威尔逊说到那时候他的身家就上亿了。

不做投机之后，威尔逊投身到了慈善事业，并且生活得很好。他以亲身经历中总结出了一些投资原则，我在《金融时报》专栏中已经发表过，现又重现整理列出如下：

1. 找有头脑的经纪人。要想成功，你需要聪明、正直并且愿意为你工作的经纪人。即使你并不能给他们很多佣金，你也可以通过为他们提供有利用价值的信息而引起他们的注意。

2. 寻找股票的核心因素。哪两种或三种因素会影响这只股票的价格波动？如果答案不是显而易见，那么就放弃它。

3. 注意看自己的底稿！如果某只股票发展得与你的预期模式不同，那就采取行动。如果你拧不过市场，那就离远点。也就是说，除非你准备好了，愿意也有能力花费大量时间全神贯注地与市场对抗，要不还是把你的钱投到更恰当的共同基金上吧，不要纠结于单只股票上。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

4. 要有超凡的洞察力。与掌握事实相比，成功的投资更依赖于发现其他人是否已经意识到的能力。

5. 相信惊喜随时可能发生。事情的发展也许比预想的好很多，一只股票经过一段时间可能涨得非常高，超出任何人的想象。

6. 当断即断。如果一家公司已日薄西山，那么此时就是做空其股票的最佳时机。不要幻想着因为它已经遭受了从未想到过或不堪想象的磨难，就应该开始反弹。趋势一旦形成，持续时间和发展程度会超出所有人的想象。

7. 不要鲁莽，即使已经知道判断是正确的。在变化初期采取行动可能要付出惨重的代价。等着它企稳后再驾驭它。

8. 不要感情用事。情感上偏爱一只股票会引起灾难性的判断失误。当你与公司或者其领导层接触过密时就容易出现这种情况。还是保持一定距离吧。

9. 看清整个森林，不要迷失在树木之间。对公司管理人员配备及各自态度的深度研究，对公司产品和流程的无限度分析经常会遮蔽整体发展方向，因而导致错误的判断。

10. 慎重考虑经过研究分析的股票。事实上，卖掉一只股票的最佳时机就是其深度研究报告出现的时候。

11. 要警惕流行的股票。公众的热情会使价格膨胀，缺陷隐藏，使管理层高傲自满。因此，股票越流行，就越要在一有坏消息出现就立即卖掉。

12. 不要担心优秀公司的竞争。每一次繁荣都有衰退的时候，但不要过早行动。宁可过晚也不要过早卖掉一只赚了钱的股票。

13. 单靠出色的管理或巨大市场前景都不能创造成功。一个没有市场的公司无论如何管理也没有业绩，如果有这样的假象那一定是陷阱。而有市场却管理混乱的公司也永远不会出成绩。

14. 警惕管理层的积极评价。公司主管们不会直接说谎，否则就会被送进监狱。但他们会本能地肯定过分乐观的经济或行业预测，通常只会报喜不报忧。

15. 要警惕泡沫公司。通过某些新颖的开发而获得一时的收益是不会持久的。竞争者很快就会出现，或者市场对这一产品的需求只是一时发热而已。

16. 坦然缴税。永远不要想延期缴税而把着一只股票不放。赋税不应该对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你投资造成负担。

17. 时局不利时，要为好形势蓄势。公司在逆境中如何生存至关重要。准确预测衰退预示着公司能够在即将到来的繁荣期比同行业里受到更严重损失的公司表现得更好。

18. 忽略控股机构的意见。这些机构某种程度上都会掩饰股票的基本表现，因此会对你产生误导。

19. 留心管理层的动机。股东签署的委托书和公司年度报告表明了公司高层的个人持有股份。富有的高管也想更富有。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

【第十七章】

彼得·林奇：永无止境的追求



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

应该说是彼得·林奇创造了麦哲伦基金。他1977年接管之后，该基金成为历史上最大的共同基金，并将纪录保持了20年。该基金拥有超过100万名股东，在他任期内，每年要付给富达投资集团（Fidelity Investment Group）的基金经理们6 000万美元的管理费和几亿美元的销售佣金。（其中3%直接落入管理公司的董事们的口袋里，没有销售人员。）不仅如此，麦哲伦基金每年的业绩分红（每年都会有）能达到其资本的0.2%，也就是说，单是分红每年就有2 000万~2 500万美元。而林奇也在大丰收中满载而归。正如《圣经》警示的那样：牛在踹谷的时候，不可笼住它的嘴。

林奇身高6英尺多一点（约1.83米），偏瘦，看起来很健壮。银白的头发，一张苍白但很有型的脸，像是更帅气也更健康的安迪·沃霍尔。他的着装舒适但并不雅致，一身棕色粗花呢套装，一双黑色尖头皮鞋，白色衬衫配了一条红色领带。

他说话语速很快，信息量大，带一些口语化的，甚至有些孩子气的词："我在和自己说话呢，噢，我这是干吗呢?"说话的时候，他总是挥动一只或两只手，有时手里拿着眼镜，微微笑着。他的声音很高，带有轻微的马萨诸塞州口音（并不一定是波士顿口音）。

这个投资奇才是波士顿大学一位数学教授的儿子。这位数学教授后来加入了约翰·汉考克公司，他在彼得7岁的时候患上了癌症，在他10岁的时候过世了，这使整个家庭的经济状况陷入困境。妈妈不得不去工厂工作，而林

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奇也从私立学校转入公立学校，但也是一所不错的学校，这点是一定的。他在马萨诸塞州的牛顿城读的高中，夏天的时候在高尔夫球场做球童，就是在那里，他第一次听说有关股市的事。商人们打高尔夫球的时候会交流投资想法，有些人消息很灵通。

小林奇曾将自己储蓄中的 1 250 美元投入他听说的一只股票——飞虎航空，该公司在飞速发展的太平洋国家航线和航空货运上处于霸主地位。他以 10 美元的价格买入。飞虎航空涨了又涨。林奇卖掉了一部分把钱拿了回来，然后不断少量卖出。最后一笔是 1989 年卖出的，那年公司由联邦快递接管。等到他把持有的所有股票都卖出之后，得到的钱已经足够支付去费城的沃顿商学院读书了。（他后来对这种方式持非常怀疑的态度。）

然后，他首先还得读大学。此时有一条高尔夫球派生出来的星光大道摆在他面前：沃顿商学院专门为高尔夫球童设立了一项部分奖学金，林奇得到了。后来，他的高尔夫球保护神再次垂青于他：1966 年夏天，正在等着去沃顿读书的他得到了一份在富达投资集团工作的机会。当时有 75 位申请人，但林奇是唯一一位曾经给 D · 乔治 · 沙利文做过球童的人，而后者正是富达集团的总裁。

林奇后来正式加入富达，做了几年分析师之后，1974 年升至研究主管，同时继续负责化工包装、钢铁、铝及纺织工业等行业的分析工作。这为他提供了很多深入了解证券的机会。他需要保持开阔的思路，有系统地对所有行业进行分析，不断地实地了解公司，然后将注意力集中在最有发展前景的公司上。他需要用事实不断验证自己的想法，然后与同部门的同事互相交流意见，使信息和判断更加准确。

在分析师会议上，他总会提醒同事们不要去攻击别人的意见，而是要解释为什么自己的想法比别人的好。“不要否决我那沃尔沃的想法。”他总这样说，并补充这样的会议 90% 的情况会争得面红耳赤，10% 达成一致。林奇说他有一定优势，因为与他竞争的人大多都在找不买某只股票的理由，比如这个公司成立了工会，通用电气即将问世的新产品会将他们的产品全部毙掉之类的。如此长串的偏见只会把投资人在还没研究形势前就吓跑了，因此失去了很多客户。“要想赚钱，就得发现其他人都不知道的事实，或者做一些其他

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人因为固执保守而不愿意做的事。”完全可以把错误当成是追求巨大成功的代价：一只股票翻了一番，从10美元涨到20美元，所得到的收益是它从10美元跌到5美元损失的两倍还多。

1977年，做了7年的正式员工之后，已33岁的林奇被任命管理富达的一只小基金——麦哲伦基金。林奇接手时，这只基金只有2 200万美元资金，关注的股票非常有限，只是富达这个帝国集团的鸡肋。到了1981年，麦哲伦的资产规模已达到5 000万美元，还与富达另一只相同规模但也经营不善的塞拉姆基金进行了合并。

1990年5月31日，在这个职位上工作了13年之后，林奇以麦哲伦基金经理的身份辞职了。因为基金的成功，他已成为众人关注的焦点，他的离去使金融界为之震惊，更不用说该基金的投资人了。如果在林奇接手麦哲伦时投资了1万美元，等到他离开时恐怕已经涨到了25万美元还多，平均年收益为29.2%。尽管他保持着20世纪80年代总体业绩最佳的纪录，但在任何一年的排名都不会高于16名。他总共买过1.5万种股票。林奇指出，尽管在他的管理下，基金的每一股都涨了20倍，但还是有8次10%～30%的下跌。他也观察到，很多投资人损失了钱是因为他们的持股时间平均只有4～5年，总是在高峰期买入，猛跌时卖出。

林奇离开富达的原因很简单，也完全出于个人因素。他只是想多花些时间陪陪妻子和3个孩子。他在管理基金期间，几乎没休过假，而且越是这样，需要他投入的时间就越多。“1982年开始，我每周六也要工作，”他说道，“而过去的18个月，是我人生中第一次需要在周日上午也要工作的时期。”另外，在他46岁生日宴会上，他意识到他的父亲是在这个年纪死于癌症的，这是个不祥的征兆。他在他的《征服股海》（*Beating the Street*）中这样写道：“你会提醒自己说绝不会有人在病床上讲‘要是我多花些时间在办公室里该有多好啊’之类的话。”在书中，他引用了托尔斯泰的一则关于一位有野心的农夫的故事。一天有个精灵出现在农夫面前，说只要是农夫在一天内靠步行围起来的地都可以归他所有。于是他飞快地跑，想划出很大一片地，远远超过了他能耕种的范围。筋疲力尽的他也想过停下，但还是坚持赶路。最终，由于耗尽了体力，农夫累死在半路上。“这种结尾可不是我想要的。”林奇总结说。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

作出这个决定也有其他原因。他 1972 年接手麦哲伦的时候，资产规模只有 2 200 万美元，然而到了 1990 年，已经涨到超过 120 亿美元，股东人数超过 100 万。“林奇是明智的，”富达集团的一位资深人士这样告诉《富达世界》的作者戴安娜·亨利克斯，“他知道他未来的成就无论如何都不能与过去相媲美了。麦哲伦需要上涨多少才能一直保持基金排名第一的位置？早晚会有人出现将他的神话打破。林奇在他仍保持这个头衔的时候决定退出是对的。”

至 1990 年，他几乎成了全美最有名的共同基金经理，尤其是，他成了富达投资的代言人。他随和安逸的气质和个人魅力弥补了富达冷酷无情的侵略者形象。这也是因为有人意在如此：从林奇接管麦哲伦那一刻起，联络部的副总裁拉布·贝特尔森就发现林奇可以担任富达的外交大使，他甚至还与林奇一起工作，帮助他提高公众演讲技巧。

林奇能在众多竞争者中脱颖而出，除了他卓越的才华之外还有一点很重要的因素，那就是他对这项工作的无限投入。他总是越来越努力。结婚 20 年，他只有过两次合理的休假。“我去日本，在那边的公司考察了 5 天，然后和卡洛琳在香港会合，在那里度过周五、周六和周日。然后周一、周二、周三又在香港的公司考察，然后我们去了中国内地两三天。之后我去了曼谷的公司，我们又在曼谷转了一下。那之后我飞到了英国，在公司工作了三四天。真是一次愉快的旅行。”并不是每个人都觉得这样很“愉快”的！一位陪着他去了另一次旅行的股票经纪人提到说，在一个早上 10 点任何事都未开始的国家，林奇却坚持要公司 8 点钟开始工作，而他自己 6 点钟就到了！发现那个时间找不到人向他汇报工作时，都有些生气。每天到了晚饭时间，他总是推托不去，说：“我明天之前必须看完 4 份年度报告。”这位经纪人说他从未见任何人在考察公司时有如此充分的准备。林奇估计自己每年要行驶 10 万英里，意味着每个工作日 400 英里，这个距离对于整日在路上开车的人来说已经不短，更别说对于一个基本在办公室工作的人。

他每天早上 6 点 15 分搭车来到办公室——一路上都在看材料——晚上 7 点 15 分乘富达的车（18 年后乘公交车）回家，也是在看材料。

林奇发现股票推荐报告的长度和股票价值没有任何联系。通常最让人信服的内容用一段就可以概括。因而他最喜欢简短而内容充实的报告。而他自

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

己一直坚持做笔记。

抓住转机

克努特·罗克尼拿对成功有一个略有些极端的描述："如果每个人每场比赛都能在自己的位置上充分发挥，那么触底得分绝对有可能。"与他类似，林奇也曾说过："如果你见识过足够多的公司，做了充分的准备工作，那么你就有可能抓住一家业绩不佳的公司出现的转机，否则晚点打电话过去，就只能被告知他们已经转危为安了。"这段话表明林奇的根本目的是要抓住公司时运发生转变的时机，这也可以看做是最有效率运作资金的方法。通常来说，公司内部发生本质性变革时，相对应地股票也会发生波动，二者之间有 1～12 个月的间隔，而林奇正是利用了这段时间差。

1991 年末，林奇公开表示说最可怕的投资领域是住房和房地产。那时，新闻里每晚都会播出有关房地产的骇人消息。后来有一天，他留意到全美房地产经纪人协会的报纸中有一条消息，称中等住房的价格正在上涨！"这几年来，我在不同的场合发现了类似的消息。这种悄无声息的事实与那些反复播报的新闻内容竟然完全相反。有一种屡试不爽的方法是等着大众认为某一行业已日薄西山了，就选中这一行业中最有实力的公司的股票。"林奇说道。他发觉利率降低使人们比 10 年内任何时期都更有能力承担房款。

翻了一下笔记，林奇找到豪宅建筑商托尔兄弟（Toll Brothers），其股价曾经从 12.625 美元降到 2.875 美元。但查阅公司的财务报告后，他发现公司债务减少了 2 800 万美元，而现金流量也达到 2 200 万美元，另外公司还有一项挤压下来的两年期新房项目。他决定向《巴伦周刊》推荐这只股票。而在他的推荐刊登之前，这只股票的价格就已经涨了 4 倍，达到每股 12 美元。"对于已经觉察到了年末的异常情况的人，我有一条建议——动作要快！"他悔恨地说。

林奇一般不会直接接电话。打来电话的人都知道给林奇的秘书或两位交易员留一条简明扼要的信息。每 10 个电话他会回一个，涉及他关心的问题，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他会主动打过去。但无论哪种情况，他都会极力奉劝电话那头的人要将谈话时间压缩在一分半之内，而他真的会在谈话开始的时候按下计时器，90 秒一过——叮叮叮叮！或者他会说："对不起，我有别的电话打进来了。"于是结束通话。很快，来电者就知道了必须要简短。而即使在那样短的时间里，他还会用不同的方式把几个关键问题重复几遍，完全像是在盘问。

林奇最准确的投资信息都是通过对公司的实地考察得来的。经过这么多年的沟通，他已经与商界成百上千位担任要职的高管建立了良好的关系，他们也想对机构的股东，即最重要的持有人提供一些帮助。但要学会正确分析听到的信息。有些公司总裁会许下很多诺言，其中有的根本无法兑现，而有些人则过分谨慎，还有些比较诚实，可以信赖。知道谁属于哪种人可以为这个工作带来意想不到的好处。林奇每个月都要见上他们中的四五十个，一年有五六百。当然，他是把他们进行了分组。如果他要去明尼阿波利斯的一家公司，他希望能顺便去好几个公司。一个有效的方法是参加当地经纪公司召开的地区公司会议。会上，几十个公司会派出最优秀的代表用最凝练的语言全面陈述公司情况。如果会上听到的内容引起了他的好奇心，他随后就会亲自去。针对不同的主题也会有一些会议。

反之，如果有公司想把自己的情况在波士顿投资界宣称一番，林奇本人将会成为呼叫中心。任何时候都可能有二十几家公司到波士顿来陈述自己的商务方案。如果想听，林奇会每小时安排 4 家。

林奇非常注重得到第一手信息。富达投资有几十位内部分析师以及各自的助手，还有包括林奇在内的投资组合经理，他完全可以依赖这个庞大的体系吸收信息进行处理，但林奇希望定期能与每家公司有直接的接触。在林奇看来，如果投资经理不做这种基本的实地工作就是在偷懒。

"我每到一家公司都会深入挖掘信息：'你们去年的现金支出是 4.2 亿美元，今年是多少？去年的折旧是 2.88 亿美元，今年的呢？'做了功课，你就掌握了主动权。"

林奇永无休止的追问，以及对公司永无止境的探寻，使他能够基于关键变量，直接发现最有优势的公司。对某一公司或行业频繁的探访，使他能够注意到变化。这一年的效益太可怕了……现在没那么差了……"即使一家二

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

流企业刚做出了点成绩，你也可以从中赚上一笔。”他这样说道。也许存货减少了？他逐渐摸索出了规律，知道什么会使情况发生改变——一个稳定的更有利的环境以及新产品或新服务种类。于是他开始大量购入，不只购买行业的龙头公司，像T·罗·普莱斯那样；也不是只买最有吸引力、性价比最高的股票，像沃伦·巴菲特那样；而是像吉姆·罗杰斯那样，几乎买下整个行业，经常是几十个公司。之后，当这些公司出现了变化，他再筛掉一部分，只留下表现不错的几个。

我问他认为自己最大的优势是什么。他说如果其他投资者和他打同样多的电话，他们也能像他一样注意到公司经营将发生变化，也就几乎能发现同样的机会。“你必须耐心等待。”他总是这样讲。

林奇与大部分投资家有几大不同点，当然其他人中也不乏与他做得一样出色的。首先，他掌握充足信息，能够敏捷而慎重地采取行动，大部分时候都把握得恰到好处，不必受多余信息的牵绊。

其次，他可以从他那庞大的潜力股清单中任意挑选出几个评价或买卖，因此他比大多数投资家有更多机会发现机遇。大多数基金经理都不相信了解得越多就越有优势，因此只会关注有限的范围——“价值”股、成长股、国外股、能源公司、保险公司、银行股等等——很少在这些领域外交易。但一旦这一行业的股票价格普遍过高（这是经常会发生的事），然后怎么办？有些人选择继续持股，使投资组合随时有可能成为新闻头条，还有些人则投入一部分到完全不同的但明显价格过低的领域，但在这里很容易因为不熟悉而犯下错误。

林奇随时准备着做任何一只股票，这对一个基金经理来说难度比较大，就好像让一个二手珠宝交易商涉足油画、绝版书籍、古董地毯、钱币、家具、手稿、蚀刻画以及商用或住房用地产、大宗蔬菜交易一样。艺术品拍卖行有深厚的专业背景，但那是因为他们在不同领域委派了专业人士进行管理，比如油画部，家具部等等。林奇也可以得到富达的研究结果，但他还是靠自己作大部分决定。

我接触过很多有影响的投资家，但林奇最让我感到惊讶的是他对待职业和人生的那种平衡、稳重、谦逊、低调的态度——当然除了他工作时的高度

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

紧张和全神贯注。天才和偏执的人通常会有某些隐痛：要么幼年时期贫困或有家庭问题，要么有很重的身体或社会负担，再不就是后来遭遇过致命打击，使他们不得不努力超过竞争对手。林奇可能是受到了父亲过早离世及家里破产的影响，使他觉得必须自己对自己的前途负责。谁知道呢？肯尼迪也许是受到同样力量的驱使吧。林奇提到说，他进入富达时发现除了一两个人外，其余所有人都是常春藤盟校的毕业生！但他向他们证明了自己。竞争的压力使这些能力超群的人变得以自我为中心，主观且专横，但林奇没有。他周围的人都很欣赏他放松随和的个性，大部分人从来没听过他拔高嗓门或表现出愤怒。

林奇的办公室接近办公楼的尽头，正对窗户，近两米宽的研究报告水平排列着，前面整齐地堆放着一周积累下来的报告，都已分门别类。地上散放着马尼拉纸打出的文件。桌子上铺满了几英寸厚的纸，我数了数，那中间还夹杂着 60 份标准拍纸簿。我说如果把这些标准拍纸簿摞起来放在桌子上靠墙立着，那处理起来会方便得多。而他则一脸迷惑。他从地上抓起一份文件，看了一眼，对我说："如果这个家伙给我回电话——他是某个公司的 CEO——我希望能够立即与他谈谈我感兴趣的问题，所以我需要它就放在这儿。"我猜这样放有便于他立即找到想要的文件，而且他大概知道哪份文件堆在哪。也许这就是人工修剪和自然生长的不同吧，前者好比法国城堡的花园，而后者则类似热带丛林。在外人看来热带丛林好像杂乱无章，不成体统，但对于上帝或者自然学家来说则有很高的价值。

林奇的思维很活跃，他能在分析投资组合时自然地从一个想法过渡到另一个。如果他注意到某个市场中出现了明显的机遇，他会立即采取行动，不再做进一步分析。当然，这既需要一定能力，也需要长期经验的积累。这让我们想起了伟大的军事将才：如威灵顿在萨拉曼卡，他观察到马尔蒙军队正穿过峡谷，平行向他驶来。他突然间看到了作战优势，于是宣布说："感谢上帝！我就要这么做！"然后收起望远镜，迅速下达命令击败对手。纳尔逊将军指挥尼罗河海战：经过了几个月的追逐，他的船队在迅速经过一处海角时，偶然间发现了法国舰队停在海滩边的一个易守难攻的海湾。当时已近傍晚，换做其他人一定会先侦查情况，制定方案，第二天再发起进攻。但纳尔逊却

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

丝毫没有犹豫，在渐弱的光线中，他的列舰大胆地插入海湾内侧法国舰队和海岸之间的狭窄海面，发现法舰船舷一侧无人把守，于是就地下锚，夹击倒霉的法军，赶在法军其他战舰前来支援之前，将他们一举歼灭。

同样，林奇发现某个市场效率低下就会立即采取行动。国内汽车公司看起来较便宜，他就立即买了福特、克莱斯勒和通用；这些上涨以后，他又增加了部分外国公司，如沃尔沃、斯巴鲁、本田、标致和菲亚特；当这些头寸再次相对发生改变时，他又会改变阵地。在 1987 年 10 月那次股市崩盘中，德赖弗斯这家共同基金管理公司的股价从 35 美元跌至 17 美元，市场纷纷担心它会陷入困境。但公司拥有的现金量达每股 15 美元，资金保障实力雄厚，应该能够渡过难关。于是林奇买下了德赖弗斯。他也经常少量选择一些可能会出现有意思变化的股票，他称之为自己的农场，随时提醒自己关注一下。

赛船队队长会不断地调整方案以最大程度利用风向的轻微改变，而林奇正像赛船队队长一样，永远使投资组合处于变化之中。他的很多股票也许只持有了一两个月，整个列表平均起来也至少一年换一次血。他总是觉得如果自己能把工作做得再完美一点，业绩就会更好。

自然地，这种操作会产生有意思的问题。经营麦哲伦基金时，林奇经常持有约 1 400 只股票：最大的前 100 只股票总额占总资产的一半，前 200 只占总资产的 2/3。在一个普通交易日，他会购入 5 000 万美元，抛出 5 000 万美元。但他只有 3 个交易员完成数额如此巨大的交易。一个人负责买入，一个人负责卖出，而剩余那个人则随时替补。一般情况下，每个交易员的手上都列有 100 只股票，这些是在价格足够低时，林奇想要买入的；另外还有 100 只是价格达到预期目标时想要卖掉的。他的交易员对价格极其敏感，他们不像很多大宗交易员那样贸然地把大单子一气完成，看到某只股票没有按他们希望的那样发展时，他们会耐心等待，直到预期实现。如果林奇看到竞争很激烈，他通常会全面退出市场，理由是他的基础比较好，可以等待其他人放弃，价格降回来之后再买。林奇的交易中只有不到 5% 的股票持有超过 1 万股。（很多机构基金经理通常是 10 万股一单地交易。）

林奇喜欢从很多投资人认为利润极低的股票中获取利润，在一张复杂的持有股和预期持有股列表中，这样的股票随时都会出现，有些可以立即卖掉，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有一些因为价格很低，值得买进。这就是他与其他投资人在方法上的本质不同，他像是一个做市商，负责十几只股票，因为对这些股票的变化节奏和影响因素太熟悉了，可以很轻松地买进卖出，年复一年无限地获得微薄利润，在过程中慢慢积累财富。还有一点不同的是，大部分专业人士至多只能同时处理 20～30 只股票，但林奇在经营麦哲伦时却同时操作几千只股票，并且频繁地更换。

林奇认同一位老交易员的理论：如果你买入一只股票是因为预料到将会有情况发生，而事实上并没有发生，那么就卖掉它。华尔街把这种观点讥讽地表述为："投资就是没有得到验证的猜想。"你基于预测形成了一个想法，但结果证明你是错的。所以你现在没有任何理由继续持有这只股票了，应该立刻全部卖掉。林奇说他经常卖得太早了。"但你不会因为没有持有哪只上涨的股票而受到损失。"置你于死地的都是你手头上的股票。

"我买的股票过了 3 个月，就只剩下不到 1/4 能让我满意的了。因此如果我看好了 10 只股票，最好全买下，然后继续研究，寻找。也许过了一段时间大部分我都不喜欢了，但我仍然可以保留那些我喜欢的，并增加头寸。你也知道，公司都是在不断变化，也许竞争更激烈了，也许有问题的工厂被卖掉或者关闭了，再或许对手的厂子可能烧成了平地。所以只有保持耐心，才能发现这些根本决定因素在发生变化。

"或者什么也没变，但股价从 20 美元降到了 16 美元，也许 20 美元的时候我买了 1 万股，16 美元的时候我会再买 1 万股。同时关注 10 个公司，或许能发现一家还不错；但同时关注 20 家，就能发现两家；40 家的话能发现 4 家，那么 100 家就能发现 10 家不错的。如果其他人也像我关注这么多公司，那 10 个人中有 9 个听到我的例子会说：'哇，和我的做法一样啊。'于是作出同样的判断买入或卖出。做这一行你还必须是个好的听众。当然，第一次考察公司是不可能作出判断的，但一两年后就很容易了。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个人投资者的优势

林奇经常说留心观察日常生活中的迹象很重要。他还会从孩子们追赶的潮流中收集点滴信息。他有时会自己去购物中心，或者跟孩子们一起去，在那里观察正在迅速崛起的消费品公司。“一个城市卖的东西基本上都能在另一个城市找到。”他记录道。因此经常逛商店的人可能很早就知道塔可钟（Taco Bell）、Lands' End、盖普公司（The Gap）、沃尔玛或者家得宝这些品牌，并从中获利了。

他有一次去超级剪（Supercuts）美发店理发，剪得不是很好，但他并没有因此而失望。剪发是一个有巨大潜力的行业，个体理发师现在几乎绝迹。一个普通的超级剪加盟店店主需要投入 10 万美元，可以两年内收到 50% 的税前股权收益。林奇发现这家公司有 5% 的毛利收入和 4% 通过在各分店出售 Nexus 产品获得的收益，每年还有 540 万美元自由现金流。于是他买入了这家公司的股票，增长速度保持在 20%，最终以 16 倍收益卖出。

另外，这里的每位发型师都受过专业培训，工作效率高，宣传册说每人每小时可以理 3 个头发。因此可以保持较低的成本：普通理发一次需要 8.95 美元，连洗带剪 12 美元。家人们觉得林奇的新发型不怎么样，简直太难看了！但他觉得普通美国人只是想把头发收拾利索，价位低是最重要的。所以他一边发誓永远不在那里剪头发了，一边胸有成竹地推荐了超级剪。

林奇说，当人们想买大件家用电器的时候，比如说烤炉，通常会认真地研究一番。会问已经有了烤炉的朋友，并查看《消费者报告》（*Consumer Report*）。同样，买房子的时候也会请建造商检查一下水管和线路，并询问当地的学校如何。但在买股票的时候，他们通常只是基于别人某一条建议，自己根本不作任何研究。

个人投资者与专业人士相比有很多优势，而人们却从未意识到。他们不需要赶时间，可以集中注意力，或者只是按兵不动，就像买房子的时候一样。如果他们每个月或者每个星期都必须买进或卖出的话，那一定会疯的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

林奇还建议个人投资者详细记录他们觉得很不错的消费品、服务商或者供应商的情况。他依照个人经验举了几个例子：沃尔沃、苹果电脑、唐恩都乐（Dunkin' Donuts）、一号码头（Pier 1 Imports）、恒适内衣（Hanes，因“拉格丝”女士连裤袜闻名）。

林奇青睐的也一直为大多数优秀的投资者推崇的方法是：问你的被采访者如何看待他的直接竞争对手，如果他严厉地批评了那家公司，这是很正常的；但如果他对那家公司褒奖有余，那就不一般了。比如说，其他钢铁公司都称赞纽柯钢铁公司（Nucor），认为其工艺精良，员工有朝气，处事得体。林奇对这家公司稍作研究，买了它的股票。没有人能比他的竞争者更了解一家公司了，他们日复一日地交手，都希望制造出新产品，占有更大市场份额。约翰·邓普顿有一个标准解释：“如果你不是为你现在的公司效力，那么你最有可能为谁工作？”林奇有一次访问联合旅馆公司（United Inns），那里的管理人员对他们的对手，一家名为乐昆塔（La Quinta Inns）的旅馆十分推崇，让林奇有些惊讶。第二天他就打电话给乐昆塔，随后就吩咐下属买人，几周后，把麦哲伦基金3%的资金都投人到了这家公司。

在问及公司的管理者们有关自己公司之外的事情时，通常会得到附赠品：了解到该公司供应商和客户的投资方案。一家建筑设备公司说他们的销量比通常认为的好很多，林奇于是开始考虑林业产品、水泥、石膏以及建屋顶用的材料。

访问西尔斯公司时，他发现地毯的销量在提升；打电话给一个零售商，他得知了鞋卖得不好，但运动鞋却销路畅通。然后呢？儿童皮鞋生产商新泰莱收购了优利来（Uniroyal）公司的Sperry鞋生产线，拿下了Top－Sider帆船鞋品牌。但真正为新泰莱创造效益的却是Keds品牌，收益额占新泰莱总收益的一半还多，而当初却是勉强同意成为收购合同的一部分的。林奇说他非常后悔当初没有发现锐步，但“后来我会说，‘嘿，我认识一个人早就预料到这一切了。’有趣的事情总会发生，你要做的就是睁大眼睛”。于是他买进了新泰莱，赚了一大笔。

1992年，美体小铺（Body Shop）吸引了林奇的注意力。他发现美体小铺是商场里最挤的三家店铺之一。他还想起富达的资源管理经理也曾经想自己

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开一家美体小铺经销店。和本杰里（Ben & Jerry）冰激凌一样，美体小铺每周也给员工一天带薪假，让他们参加社区的服务活动。即使在1991年经济衰退时期，美体小铺全球同店销售额①仍保持增长，林奇说同店销售额是衡量零售商业绩的重要标准之一。他相信美体小铺会更加广泛地拓展全球市场。加拿大已经有92家连锁店，但美国只有70家。按常理，美国至少可以容纳9 000家店。果然，美体小铺保持了30%的增长率，他以40倍的收益将其卖掉了，表现得比15%增长、30倍收益的可口可乐还要出色。

内部人士指数

林奇仔细观察了公司内部员工如何选购自己的股票。他注意到内部员工卖掉自己公司的股票通常出于很多原因，也许他正要买房子或者要攒钱购买股权认证。但买入就只有一个原因：要赚钱。所以不难肯定，内部人只有在有确切理由相信自己公司时才会买。所以一家公司，据林奇观察，在内部人大量购买的情况下很少会破产。他还发现贬值了的股票被公司中层人员挽救的情况比发生在CEO身上多。

富达有一只很小的团队关注内部交易。他们从纽约证券交易所和美国证券交易委员会得到报告并进行提炼，把过去内部员工购买的股票数额制成图表贴在墙上。如果一位官员有1万股，卖掉了1 000股投资房产，那没什么大不了的。然而，如果他有4.5万股，并卖掉了4万股，而其他几位官员也同时卖掉了类似数额的股票，那就值得注意了，应该好好研究，并且在需要的时候采取行动。

有些公司看起来经营得很热闹，但实际上并没有收益，这样的公司股在林奇看来是最糟糕的陷阱。他仍记得曾经买过几十个公司，如果像看起来那

① 同店销售（Same Store Sales）以销售店开张至少一年为前提，指同一间销售店在相同时期下的销售额，通常以月份、季度为时间段比较每年的销售额。同店销售可以衡量一家零售店在相对固定的运营成本下的盈利或亏损，是一项衡量零售商投资回报的重要指标，反过来也将反映零售商的整体盈利能力。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

么好的话，会有1 000%的回报率，然而每次都会损失。还是没有起色……永远都不会了！幻想中的情景总会浮现出来，但像林奇说的："只闻雷声，不见雨点。"——但他每次还是会上当，再一次输钱。

林奇自己发明了一个有用的投资概念，叫做"小道消息股"，意思是有人（通常不可靠）压低声音对他说："我知道一家很不错的公司，要是基金来投资就小了点，但你可以考虑自己投资试试。"随后可靠消息也将之描述得天花乱坠，说是一旦成功，将会有巨大回报。林奇说自己在这些股票上总是会输钱。

在公司试图扩大规模的时候，有的公司了解并掌握了其相关行业技术，有计划有步骤地进行扩张；而有的公司则毫无章法，只是大肆进行收购，收购来的业务原本以为可以经营好但往往以失败告终。林奇建议有富余资金的公司将资金用于重购自己的股票，而不是扩展到其他行业，那样可能会给他们带来很多麻烦。

如果想找到有潜力的投资，林奇建议将目标锁定在有较低市盈率，可以达到15% ~20%的股权收益，并有10%左右收入的公司，同时还需要有发达并合理的特许经营权，只有这样的公司才不需要由天才经营就可以运作良好。

和很多投资者不同，林奇喜欢任何人都可以经营的小公司。其他投资者（以菲利普·费雪为代表）通常喜欢可以被称为"田径运动员"的公司——拥有完善的管理制度，是竞争激烈的行业中的佼佼者，例如宝洁、3M、德州仪器、陶氏化学以及摩托罗拉。这些公司经过了数十年的成功探索之后已经很成熟，拥有精干且实力雄厚的团队，能够创造机遇。他们抢占市场的方法，经常是通过助推新产品而拉动增长。当然，你多么希望这样的公司是你祖父们开创的。但对林奇来说，他并不需要抓住太完美的公司不放，只要这家公司不会卖得太低，不会在股价回升到本应在的位置之前破产就已经足够好了。用他的话来说，他想要的公司是任何具有一定能力的领导团队都能接手的，并且可以胸有成竹地将其经营几年的。

一般来说，一家公司连续20年保持收益增长并不符合商业规律。一旦出现这种情况，也不会是出色管理的功劳，而是该行业本身。而如果确实是管理在起作用，林奇也觉得外人很难发现。

担心管理上出问题的公司都会担心某种特殊证券的出现，它们各具特色，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在某方面与众不同，人们称这种证券为利基，而沃伦·巴菲特称其为“护城河”。林奇举了几个例子：国际服务公司（Service Corporation International，缩写为 SCI）是家殡葬连锁企业，不断选择新位置买下最好的地产；唐恩都乐保持在本行业内不断扩大规模；瑞吉（Regis）是世界头号独立美发沙龙连锁公司，主攻大型购物中心；Rockaway 专门生产邮资计费器。林奇说他认为的理想的企业与人们认为的不同，最好是某一缓慢发展的行业中的成长型企业，这样你就可以从本质上把握当前局势。

这也是林奇为什么对高科技公司总显得热情不高的原因。这些公司的股票也许表现还不错，但如果不能理解的话就对他一点好处也没有。“我怎么知道谁家的随机存储器比别人的好?”所以，只能说某些分析师在尽力了解，但他们通常也只是投机而已。

在林奇看来，一个公司最重要的就是能够不断发展，在他的投资组合中成长型股票永远是自成一类中比重最大的。同样毫无疑问，成长型公司也是唯一对他有吸引力的一类。任何价格过高或过低的股票都会被买进或卖出，但相对于收益增长，林奇更注重生产量增长。T·罗·普莱斯是第一位成长型股票投资的倡导者，他总是寻找在每个连续商业周期内收益都有增长的公司。而收益高可能是由于价格抬高或合理收购。林奇寻找的是每季度或者每年生产量的提高。

“要想在某一市场赚钱，最好的方法就是找到一家增长缓慢，但已经保持好几年盈利，并还会继续成长下去的公司。”林奇说道，他还发现投资小公司比大公司更容易得到较大的收益。要让道琼斯工业平均指数显示的公司的效益涨 3 倍，比一家纳斯达克小公司难得多。

然而，他也指出如果掌握了可靠消息，把飞速发展的公司的股票在市盈率较高时卖出，可以赚到更多的钱，前提是收益能够体现价格。他举了个例子：一家公司每股 1 美元的收益可以卖到 20 倍，也就是 20 美元，每年增长 20%；另一家公司每股 1 美元的收益可以卖到 10 倍，即 10 美元，每年增长 10%。过了一年后，第一家公司的收益是 1.20 美元，而第二家是 1.10 美元。第 10 年，第一家公司的收益将是 6.19 美元，如果其收益仍可以以 20 倍卖出，那市场价会是 123.80 美元。如果，当然也是很有可能发生的，市盈率降低

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了，比如降到15倍，那么市场价将是92.85美元。然而以10%增长的那家公司的收益会是2.59美元，市场价是25.90美元，只有发展迅速的那家公司的1/4差不多。

走向海外

机构性投资的效率非常低。林奇探访过瑞典一家主要的经纪公司，而那里竟然没有一个人去过沃尔沃公司，而该公司就位于200英里外的哥德堡。在瑞典，沃尔沃相当于美国的IBM、通用汽车或通用电气。在英国，每个月都会有五六位分析师去考察当地主要的企业，但在德国、法国、中国香港和泰国，情况就完全不同。

林奇没有太多顾虑，投资海外市场时可以毫不犹豫。他把外国公司拿来与美国国内同类公司进行比较，决定哪个更有优势：是福特、斯巴鲁还是沃尔沃？是宝洁还是联合利华？是尤尼罗尔公司还是米其林？是阿克苏诺贝尔还是杜邦？你可以利用其中一个从另一个上套利，这取决于价格，还要考虑折旧因素。比如可以先大概定出阿克苏诺贝尔和杜邦的固定设备资产，然后比较年折旧率。如果阿克苏诺贝尔是4%而杜邦只有2%，那么你就知道阿克苏诺贝尔的利润会打折。

林奇说他有一段时间在欧洲市场的成功率比在美国大很多。股票买入后3个月，他对持有的一半以上的欧洲公司感到满意，而美国只有1/4。“法国的经纪人太可怕了，”他说，“你把公司每一项业务分析一遍就会发现这些经纪人的预测根本无法实现。他们把每一项数据都虚报了一大截。”

在所有国家中，林奇更有可能在那些其他基金经理觉得不舒服而因此没有大量持有股的国家施展自如。比如说意大利：这里曾经是世界上储蓄率最高的国家之一，几年前才引入了共同基金机制，把钱吸引到了股票上。林奇在米兰交易所买入IFI时的价格，仅是该公司所持有的菲亚特等几个公司价值的40%。SIP这家电话公司的出售价格也仅是其现金流的1.5倍。这也就是说，意大利的公司超级便宜。林奇买入德尔海兹兄弟（Del Haize Frères）的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格比它的一个控股公司，美国著名超市连锁公司狮王（Food Lion）的价格还低不少。

林奇最开心的时候是当美国机构还在筹款时，他已经将某外国股买入。这些机构中有些在市场上可以调拨大笔资金，吸纳大量投资。只要时间足够，这些股票就会被美国人掌控，而那时也是寻找下一个目标的时候了。

投资理论

大多数理论都自称是在股市中取得成功的捷径，而林奇却对这些理论有一种毫不掩饰的清醒的蔑视。他从不看经济“概述”，也不相信很多机构视为可以代替知识与天赋的行业分配比例，他对权威人士们对经济和市场的分析也嗤之以鼻。传统信托公司基于某经济“概述”，就把投资组合分为有周期的、公用事业等类，并用计算机调整数据，林奇对这种做法向来反感，他从来都回避有意识的“资产分配”，无论是股票与收入之间还是行业之间。

这也是因为他从不相信一种过时的被戏称为“现代证券分析理论”的方法，意思是即使根本不了解买入的公司，也可以将它们归于某类，按类别来操作。

抓住转机是林奇的惯用手法。他会在一个公司的转机到来前提早一点先投入部分资金，等到转机果真到来的时候增加持有量。

林奇不十分看重公司的股息政策，用他自己的话来说：“我应该不会把股息放在重要位置考虑。”

他说现在有一种可怕的谬论，鼓励在股票降到最低点的时候买入，即俗称的“抄底”。意思是如果市场6个月前认为七喜值50美元，而现在只有20美元，那么现在买入就是捡了个大便宜！它是有可能随后涨到40美元，又蹿到80美元，但也很有可能跌到10美元。你必须清楚知道股票的实际价值，然后基于此来作决定，而不是仅仅靠它的近期历史表现。

林奇希望在A公司股价为20美元、B公司为30美元的时候先买入A，然后等A涨到30美元的时候把它卖掉来买已经降到20美元的B。他觉得几次小

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔收益就可以构成一次大丰收，“3 次 30% 的收益就是一次本垒打。”他的这种方法适用于考虑相对价格，而不是对重大问题的理解。“我从来不作重大决定。”他曾这样说过。

重大问题

“我每年只花 15 分钟左右的时间看经济分析，”他说，“你一般在股市上输了钱，都是由于关注了经济整体形势。我每年研究股市未来发展的时间也只有 15 分钟。所有对这些重大问题的思考会把你害死。”他认为基于经济形势预测产生的担忧没有丝毫意义。“我们从不作经济形势判断，也从没有人打电话告诉我 1980～1981 年间的经济衰退问题。”他说。

林奇注意到总会有人问他如何看待未来经济和股市发展以及其他宏观笼统的问题。但这种问题谁也回答不了。即使有人可以，像宝洁和高露洁这样的公司也不会受太大影响。而相反，如果买的公司本身存在问题，那么即使在黄金时期，也会损失钱的。

林奇的意思是，一只股票的价格便宜，比任何对市场下一年将会如何发展的模糊判断都要来得实际。反过来，如果在一个有经验的分析师看来很多股票都很廉价，或者事实上大部分股票都很廉价的时候，之后整个市场也会很廉价。

市场预测

林奇曾写道，自 1954 年连续 40 年紧跟标准普尔不放的投资人，投资年收益率只有 11.4%。如果他在股票收益最高的 10 个月里没有持有，这通常是市场从低谷迅速反弹时，那么他的收益率会降到 8.3%。而如果他错过了收益最好的 40 个月，那收益率仅为 2.7%。

他引用了一份有影响的数据，自 1975 年 1 月 1 日起每年投入 1 000 美元

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到标准普尔，年收益只有 11%。如果这 1 000 美元是每年市场顶峰时期投入的，收益只有 10.6%。相反，如果这笔钱在每年绝对低谷期投入，会有 11.7% 的回报。根本没多少差别！

他向《福布斯》指出，在美国富人榜上，"这些人谁也不能预测市场。如果真的有可能预知盘整，那么早就有人利用它成为亿万富翁了"。他发现沃伦·巴菲特近几年总是位于榜单前几位，无论市场如何变动。

林奇通常对杠杆收购很愤怒，因为他觉得这妨碍了公众充分预测价格下跌后会出现反弹。比如一家公司的股价是 20 美元，由于市场整体下跌或受不良消息影响跌到了 8 美元，一个好公司遇到这种情况会进行重组，让价格反弹回来。但伴随而来的是管理者或其他公司以 12 美元的价格收购股份，而这个价格足以让股东们接受，并帮助新东家"挤走"拒不接受者。同时，公司内部人员会变卖资产弥补损失。但如果这一切都没有发生，股票也有可能涨到 40 美元，甚至 50 美元。这样一来，公众就蒙受了损失，永远等不到反弹！林奇还发现，某些投资银行家或其他什么人总会出于高价报酬的诱惑就发表所谓的"合理的意见"，让大家相信 12 美元的股票现在以 8 美元出售，已经很合理了。但如果买家知道它曾经的价格是 20 美元，而且还会在两三年内涨回来甚至涨到更高，那 12 美元真的合理吗？

林奇认为资产负债表不能说明全部问题，还需要同时了解公司的各项数据。"'数据显示非常便宜'有时可能是个陷阱，账面价值可能极具误导性。比如可口可乐的负债表上就从来不会出现什么数据刻意显示其品牌价值。你发现一家公司有 2 000 亿美元资产和 1 亿美元负债，如果事实如此当然很好，但也有可能其资产实际只值 5 000 万美元。因此，数据也可能非常主观。"

"但是，如果一家公司的资产负债表在我买入的时候显示很好，那我也会优先考虑的。如果它最后表现得并不尽如人意，那我可能会损失投入的 1/3，但如果表现不错，那我就能拿到很多钱了。"

林奇说当一项投资的钱全部赔进去了，通常原因是他没有时刻关注负债表的变化。

他自己的投资组合有一个极具智慧的框架体系，包含四大类。然而之前他自己根本没有意识到，直到管理了麦哲伦基金三四年之后，一个外部股东



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究了投资组合之后才指出了不同的类别。他之前并没有买股票刻意填人某一类别，但他也承认类别确实存在。

1. 成长型公司股票：他希望经过一段时间能收回成本的两三倍。

2. 估值过低的股票、“价值”股或小的蓝筹股：等待收益迅速达到 1/3 左右后立即抛出。

3. 处于特殊情况或正值不景气时期内的股票。

4. 防御型股票：替代现金持有。“如果投资人在股市处于低谷时投资组合中 50% 为现金持有，那么市场一旦上涨，他就会错过大部分机会。”

林奇从没持有过现金或现金等价物，他持有的都是稳定行业中具有升值潜力的保守股。这些股票在经济衰退期不会受太大影响，能在市场走跌的形势下保持稳定，但市场走高时它们也总是滞后于其他股。这一类可能包含了一两百只股票，主要是食品公司、广告公司、电话或天然气等公用事业公司、金融公司以及零售业公司。他并不指望从这一类股票中获得丰厚利润，所以也是成交量最大的一类。“一只股票上涨可能是因为公司情况出现转机或其他什么原因，但本质是不会变的。我早晚会把它卖掉补上同类的其他股票。”

他曾说过：“应该到其他投资者，尤其是基金经理们不敢涉足的领域发展，也就是说投资要大胆。”

矮子中的巨人

林奇从来都不遗余力地寻找“最糟糕行业中的优秀公司”。“投资时，比起不错的行业，我永远更青睐糟糕的行业。”为什么呢？因为在一个糟透的行业里“弱者被淘汰出局，存活下来的就能占有更大的市场份额”。1992 年，他从某冷门行业中选出了好几个这样存活下来的公司，都是被华尔街忽略了的。其中之一是经营废旧轮胎翻新的奔达可公司（Bandag），位于艾奥瓦州的马斯卡廷县。在美国，每年有 1 200 万个报废的卡车和公交车轮胎换上的是翻新轮胎，其中 500 万是由奔达可生产。尽管如此，虽然其在 15 年内股价由 2 美元升到了 60 美元，林奇发现华尔街也只有 3 位分析师买人了这只股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

还有地毯行业。“如今，在美国没有哪个行业比这一行更糟了。”林奇这样评价道。但每次有公司倒闭，肖氏地毯（Shaw Industries）总能占有其市场。林奇从数据库里寻找有关肖氏地毯的报道，但只有两篇相关。这家公司价值10亿美元，掌握美国地毯业20%的生意，即使在经济最差的时期，仍然能继续保持20%的年增长。事实上，它的股价在1980~1992年间涨了50倍。

林奇说他最想回避的股票是最热门行业中的最热门企业，也就是公众最喜欢的，每个投资者都能听到同行提起的……也是会最终垮下来的。他举了很多过去热门行业的例子，像电子表、活动板房、保健组织、廉价的全地板地毯公司、驱动器、石油服务。无论何时，飞速发展的行业永远是产生竞争的温床，这些热门企业不得不花费大量资金扩张以保持市场份额，于是利润越来越低，受到财政束缚，而又因为每位证券分析师和投机家都在关注，它的瓦解也是一触即发的。

1992年末，林奇被富达返聘。富达当时受丑闻和证券交易委员会调查的影响，正需要林奇坦诚正直的形象。他在富达的广告甚至有线电视的“电视购物”中看到自己。“他对富达来说就相当于美林的公牛，是公司的标志。”即使到现在，林奇已不再为公司直接管理基金（他做分析师的顾问），他仍然是富达的公关形象大使。他那不拘谨的、坦然真诚的面容和整体形象出现在全国的广告片中，还包括《价值》杂志有奖订阅的“致读者”宣传单中。（顺便提一下，《价值》杂志属富达旗下。）

公众都认为林奇是公司的管理者之一，但这都是假象。事实上，他在公司持有的都是无表决权股份，而他也从未担任过部门管理职务。相反，他总是刻意逃避类似的管理部门的责任。绝对的决策权始终在约翰逊家族手中。

林奇被频繁地邀请出书、发表文章，文章也经常出现在《巴伦周刊》上。

在《征服股海》中林奇写道：“我选择股票的方法20年来从未变过，其中既包含艺术感知和科学分析能力，也需要实地考察。”他也承认有时候他太拘泥这些原则了。他只买自己了解的股票这一原则，通常意味着将科技股排除在外，而这是个错误，他后来承认说。“想要知道MS-DOS，这个全世界大部分个人电脑使用的操作系统的版权归微软所有，并不需要拥有博士学位。”在任何战争中，都不要买任何一方参与者的股票，而是要选卖给双方子

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

弹的公司。微软就曾经卖过子弹。同样，也不需要太多专业背景就可以了解到大部分个人电脑用的都是英特尔芯片。

还有一次，林奇从他的孩子们那里得到了信息。他去他们的大学，偶然看到工作人员正在安装覆盖整个校园的网络。这些工作大部分由一家名为思科的公司来完成。进一步研究后，林奇发现这家公司的收益增长得非常快，而且当时只有10% ~20%的学校连上了网络，更不用说还有众多办公室、政府机构等类似地方也需要安装。思科也在卖子弹。

很多年以来，林奇经常在文章中提到说，从中小金融联合会或储蓄银行那里，可以发现大买卖。他最初注意到这一领域也是因为当初那令人沮丧的声明，也使得其他投资者纷纷与之保持距离。1992 年，以股权资产比这一标准来衡量，国内有 100 家中小金融机构要高于 J·P·摩根。而他最爱之一，位于康涅狄格州的人民储蓄银行（People's Savings Financial）股权资产比达到了 12.5%，J·P·摩根还不到 6%。1991 ~1994 年间，林奇目睹了 300 家新中小金融机构发行了股票，第一个交易日就有平均 30% 的收益，3 个月内收益达 60%。不幸的是，1994 年初监管机构对这一发财良机暂时叫停。

任何一家储蓄银行上市之后（被称为兑换银行），在该机构中有存款的客户都会被邀请以最低起始价购买股份。尽管林奇一再建议个人投资者抓紧时机下手，还是让专业投资人买走了几乎所有的股份，他们在全国各地开立新账户，尽可能多地参与到兑换银行的生意中。

观察到 1992 ~1996 年间有 445 家储蓄银行上市，林奇在他 1997 年 5 月的一份专栏中再次作了推荐。所有那些价格可以接受的股票，价值平均涨幅都在 98%，只有 5 家低于新股发行价。事实上，在 1995 年和 1996 年，储蓄银行的新股第一天交易就有平均 14.2% 的涨幅。林奇最看好的是詹姆斯·斯图尔特家庭式储蓄银行。它就像电影《美好人生》说的那样：是小城市里的信用社吸收附近居民的存款，提供住房抵押贷款。

林奇总结了几条投资储蓄银行需要考虑的因素：

1. 效益要好。
2. 股权资产比要高，资产负债表稳定，没有不良贷款拖累。
3. 内部员工也持有自己银行股票，购买价格与你所购买的相同。（内部

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

员工购买必须在情况简介中说明。)

4. 发行量应大致与发行之前公司的价值相对应。

林奇认为储蓄银行将有长期积极的表现，这一方面反映了经济环境的变幻莫测，另一方面也意味着进一步收购和兼并不可避免。他指出英国人口有5 800万，只有7家主要银行；而美国的人口是英国的5倍，却拥有包含信用合作社在内的2万家银行。这也就预示着还将会有无数次兼并，而首先就应该关注你住处附近的储蓄银行是否被兼并。

林奇有一份金融行业最喜爱公司列表，排在第一位的永远都是房利美，这个房屋贷款行业的领头羊。林奇早在20世纪80年代就开始持有房利美的股票，1997年一年每股就赚了大概2.80美元，而之前的10年每股价格只有2.55美元（因拆股调整而得)。“那才是我认为的有意义的投资，”他记述道，“也就是一个公司每股收益在一年内就超过了购买时的价格。”房利美连续10年保持收益率最高的纪录，然而《福布斯》统计了一下经过林奇在《价值》的强烈推荐之后投资者的反应，“仍然无动于衷”，杂志这样总结道。

林奇一直因几大受欢迎企业的市盈率过高而烦恼。他认为收益如果没有在短时间内提高起来，那么投资麦当劳的人都是在冒险。同样，尽管他一直很钟爱强生这家有广阔发展前景而且成长迅速的公司，但还是苦恼于其市盈率过高。沃尔玛却相反，几年前的市盈率还很高，现在反倒降下来了。他觉得沃尔玛“成功地完成了保持10年迅速成长的任务”。

总而言之，林奇对股市有着疯狂的热爱。他的妻子曾在一篇文章中提到说他们第一次约会，林奇那时还在沃顿读书，他的整个谈话都是关于股票和股市的。是的，在任何领域里想要有所成就，从青年时期就开始全心投入可以算是先决条件，比如说想要夺得体操金牌、在国际象棋上战胜俄罗斯人或是成为纽约市立芭蕾舞团的台柱。林奇就是这样的人。与此同时，伟大的成功还需要对所感兴趣的领域痴迷，也就是说，无论是否值得，你都甘愿为之付出一切。不达到这种状态，还是无法成功。正如一位古代法国人说的，“发自心底的热爱才是力量之源泉”。对这份职业由衷的热爱就是林奇成功的秘密。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

MONEYMASTERS OF OUR TIME

【第十八章】

投资大师们的经验教训



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于已经看到这部分的读者，我要恭喜你们！阅读的过程是漫长的。现在让我们尝试总结一下，看看从这些研究中能够学到什么。可以发现要想在股票上有所成就，有以下几种互不相同的基本方法可以尝试：

1. 购买管理出色并将一路成长下去的公司股票，只要它们仍呈现成长势头就不要放手。当成长速度降下来了，卖掉它们，再买新的。

2. 要持续购买市场价格低于基本资产价值的股票，等它们的价格涨到合理价位的时候把它们卖掉，这叫价值投资。通常这些公司的管理比较混乱，成长前景也不乐观。

3. 寻找新开发或被严重忽视的投资领域，但其价值要具有吸引力。

4. 找到一位真正优秀的专家为你工作，不论是直接工作还是管理基金。这本书已经提到了一些找到这类人才的方法。

非常值得买入的股票经常会一时被乌云掩盖或被忽视。市场总会夸大坏消息，因此如果预测认为一家公司由于发展不利，业绩将下滑 1/4，那么它的股价就可能因此下跌一半。虚构的坏消息是最有影响的，真实的坏消息，如战争恐慌，也有一定作用。但有了好消息情况则恰恰相反，正应了那句话“好事不出门，坏事传千里”。

市场处于低谷时，几乎所有股票都便宜得要命，而位于顶峰时，则所有的又高如天价。因此出色的价值型投资者的买卖周期通常有 3 ~4 年（有时要基于总统选举年产生的促进作用），而只要某些股票的表现仍令人满意，那些



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

最优秀的成长型投资者则会一直持有——有时甚至是几十年。

成长型投资

现如今，是成长型还是价值型投资更适合？10 年前，我在我的前一本书中写道：

> 成长型股票的市盈率总在道琼斯股票的一倍和两倍之间来回摆动。
>
> 因此在 1989 年年中，道琼斯无论是股票还是债券表现的都不是非常突出，而（林奇和聂夫也都认为）成长型股票相对而言要比债券和标准行业股更具吸引力。
>
> 成长型股票的收益率很难计算。一种方法是先假定很多年内的收益值，然后假设它们会回落到大部分股票的收益水平——“回归均值”。之后计算出会使收益减少到当前水平的折扣率，这样就大致得出了收益率。按照这种方法计算，我知道的股票的收益率至少是 20%，比短期国债、长期债券甚至比道琼斯股票都好很多。

这些就是当时书中提到的。成长型股票在那之后的 10 年里确实表现得很不错。

那么在 2003 年呢？成长型股票虽然已经过了突飞猛涨的阶段，但在我看来，作为长期投资它们还是比道琼斯股票和债券更有吸引力。我预计我所认为的成长型股票的总收益平均每年会下降到 12% ~14%——这个数字大不如以前，但考虑到通货膨胀率的下降仍然是可以接受的。

对于要支付大笔税款的投资人，我觉得巴菲特的价格方法最实用，不需要深入研究，也不用多次交易，可以自己亲自操作或找到有能力的人帮助，直接投资或是通过共同基金均可。

然而这种方法却有可能在牛市接近末尾的时候带来损失。几乎所有人——当然也包括大部分基金经理——都没有坚定的独立意识，能够在持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股全速上涨但价格已经明显过高的时候勇敢地跳出来。即使是为拿到既得利益的分红而工作的专业基金经理也能在牛市的最后一年里狠狠赚上一笔，完全不必理会紧随而来的崩盘，因此他们都愿意守到最后一刻。所以在我看来，真正的投资人都会根据外部投资顾问的建议，凭借自己的智慧和常识，定下规矩在特定情况下卖出股票。

同样，也可以通过在股市崩盘时购买可信赖的成长股获得额外利润。而且只要仍处于熊市的一片狼藉中，此类股票构成的投资组合就一定能赚钱，不过前提是能够对股市的变幻莫测视而不见，愿意死守着缓慢成长的股票。当然，还必须确定股指的确在增长，可以通过观察利润率、单位交易量涨幅、股本回报率等指数得出——这些都可以从《价值线投资调查》中轻松找到。

真正的投资家还应该时刻准备好充足的可流动储备金以保证在任何紧急情况下都能够提供足够弹药击落目标。充足的储备金可以使投资人不必在形势不好的时候恐慌，而且在极度恐慌期间通常存在捡到大便宜的可能，那时就可以利用储备金买入，为自己积累真正的财富。

“成长型”投资方法对投资人的心理也有一定考验。不了解细节只知道一些原则并没有什么好处，只会在市场主体下滑时惊慌失措，以低价抛出。

如果你对一家公司了如指掌，那就必须问问自己在什么时候应用成长理论，只有这样才能承受住收益损失和报价频繁波动的压力，而这些都是成长型投资的代价。而如果你不清楚自己有什么，那很容易就会在股票流行的时候买入，也就意味着买入的价格过高，在它跌的时候抛出——完全是盈利策略的相反面。建议看一下费雪的对优秀管理者的考验和巴菲特的主要原则等章节。如果你或者你的顾问对这些方法能够驾轻就熟，那你就应该有足够的自信在市场低迷期坚持住。

价值型投资

格雷厄姆—聂夫的方法尤其适用于机构中的组合投资，例如银行管理的养老金基金。这种方法具有明显的“谨慎”和系统性强的特征，也就是很银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行家化，只关注此时此地。银行在对某行业或某公司的金融部门进行评估的时候拥有先天优势，这些都是他们的日常工作，而且所获收益的缴税罚款永远都不会找上免税的投资组合。银行完全可以内部设立一个这样的项目，控制好成本并对客户公司的投资委员会封锁消息。并不需要具体关注每一只股票，只需把握总体方向即可。

另外，如果简化了的股票价值标准变得过于流行，可以抓住的机会已所剩无几，那么银行还可以重新对《证券分析》中列出的股票类型进行全面分析，这用计算机操作就可以完成。分析过程中还可以充分利用个体投资者表现出的优势——有较强的持续分析能力，经过训练，能够客观分析。

价值型投资方法中格雷厄姆—聂夫变量有一个极大的优点，那就是永远不会遭受巨大损失。低于内在价值销售的股票早晚会回到正常水平。

发现变化

很多投资家，像吉姆·罗杰斯、拉尔夫·万格、T·罗·普莱斯、理查德·雷恩沃特及罗伯特·威尔逊等都会抓住主体趋势发生逆转的时机，并充分利用，这就是“自上而下”的方法，普莱斯贴切地称之为“增长的沃土”。他和其他人还提到说要有开阔的视野。光纤领域？耗尽了天然气储备的管道公司？新的有规律的环境？通信行业？微处理器？还是管理式医疗服务机构？你可以通过查看行业资源信息锁定具体公司再展开调查。

其他抓住转机的方法是像彼得·林奇和朱利安·罗伯逊那样，持续保持与公司的直接对话和接触，从最细微层面发现变化，也就是“自下而上”的方法。[1] 无论哪种方法，投资者都希望能够注意到转变并赶在其竞争者之前充分利用。

① 林奇还建议从接触到的零售商品和服务中寻找投资想法，但当产品面临激烈竞争的时候不适用。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新颖的投资领域

最伟大的投资家就像艺术收藏家一样，经常把被人忽视的类别开发挖掘出来，并创立自己的方法。

举几个例子。20 世纪 30 年代中期经济大萧条之后，普通股具有异常吸引力，简单原因是惊慌失措的信托人不愿再相信这些股票可以作为投资。而几位实干家，如保罗・卡伯特正是基于此创立了自己的金融帝国。之后本杰明・格雷厄姆制定并试验成功了一系列原则，可以以极其低廉的价格购买某些传统股票，几乎不会损失。经过了几十年，格雷厄姆的方法仍然能够发挥作用。他将自己的方法和成就发表出来，但几乎没有人按照他的方法来做。后来，过了很长一段时间以后，我在我 1980 年出版的一本书中提到了格雷厄姆的这种方法，结果却有无数“新格雷厄姆”理论涌现出来，使这种方法变得过热。

罗・普莱斯把“成长型股票”的概念发扬光大，并发明了一系列指导如何购买这类股票的方法。至 20 世纪 60 年代末，这一方法也变得过于流行，到了 1972 年，此类股票价格也高得离谱。但后来经过了全盘崩溃后，成长型股票又恢复了价值，不过投资人已经不敢再对这一类别轻举妄动了。

菲利普・卡雷特等人将注意力集中在询价交易上，拉尔夫・万格则关注小公司——这两个领域都是分析人士所忽略的，因此利润极高。

“二战”之后，包括约翰・邓普顿在内的一些有眼光的人意识到日本一定会成为工业强国，那里优秀的公司（类似美国的通用电气、福特或保德信）正在全面调整，价格均在收益的 3 ~ 4 倍，于是几位投资人展开了疯狂的行动，他们知道形势将会按照预期发展，果断地根据自己的判断采取了措施。最近，也有一些人注意到了意大利和德国的经济形势很乐观，而马克・莱特鲍恩和吉姆・罗杰斯则在进一步挖掘新的投资沃土，或者某领域有潜力的公司。

马里奥・嘉贝利通过预测公司收购而创立了一家极具影响力的公司。名

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

声不太好的迈克尔·米尔肯把低档次的公司股（即垃圾股）发展到一定规模，从中大赚了一笔。而沃伦·巴菲特也发明了一种特殊方法，在接受风险会不断加大的前提下，重新对保险公司与股权价值相等的储备金进行调配。然而，这场游戏实在太危险，使他赔上了几个保险公司。

所有这些例子说明在过去想要发现某些被人忽视的投资方法或投资领域还是有可能的，而且有很多很多！那么读者可能会问现在有没有这种可能？仍然有，我就发现了几个。

比较明显的一类是小型企业。与大盘股相比，小盘股已经沉寂很久了，也该到它们红的时候了。想想卡雷特和万格吧！

另一类是做空，近几年在这一方面一直损失惨重。某些大红大紫的网络公司显然是投机泡沫，以后一定会破败的。就像 1972 ~ 1973 年，人们一窝蜂地抢购"一次性决策"的成长型股票，导致了之后的崩盘。最好是等到萧条已经开始出现，也就是价格过高的股票还会继续上涨的时候。但是要注意，一个错误的判断就能造成巨大损失，因为头寸的金额可能非常大。为解决这个问题，可以像格雷厄姆那样把品种多样化。但即使这样，做空仍会让人寝食难安，最好还是由专业人士来做。也许将来也会有有限合伙企业挑战这个领域。

还有一类可以带来长期利润的，但也最好由专业人士操作，是公司重组时"处于危险之中"的证券，或者是银行贷给这类公司的贷款（包括日本银行贷给日本公司），但银行需要从资产负债表中除去。理查德·雷恩沃特在这方面获得了巨大成功。错误的政府干预经常会导致这种情况发生。

正如马克·莱特鲍恩指出，跨国公司会看中某些新兴国家，并投资那里的企业，因此新兴国家的公司也是不错的投资选择。有经验的投资人知道如何使用海外私人投资公司的担保，以保证自己在个别国家的投资除了机会成本外免于承担任何风险。

还有一类是新兴的，但也会很有趣味，称为"股东积极主义"，意思是将一家陷入困境的公司的股票买入足够多，以迫使管理层作出必要改变，或是促使董事们调整管理层，或是联合其他股东更换董事。Lens 投资管理公司、Relational 投资公司、Greenway 合伙公司、Trinity I 基金公司、Lawndale 资本管

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

理公司以及位于伦敦的 Active Value 投资公司等都在采用这种方法。这对操作者有极高的要求，就像为了接好断骨，必须先把骨头打断一样，过程中可能会带来撕心裂肺般的疼痛。必须跟慵懒散漫的管理者、自高自大的董事以及无动于衷的财产受托人打交道，必要时还需要把他们踢出局。即使揭发者是完全正确的，也需要负担令人痛苦且费用不菲的诉讼案件，对个人的诬蔑中伤也会不可避免地被无聊的记者们逮到，在揭发管理层腐败的案件中出现的频率尤其高。这可不是闹着玩的！但是，如果整个过程对目标公司的股东和改革者本身都有利润回报的话还算努力没有白费。①

那么投资海外市场情况如何？投资优秀的美国跨国公司你已经可以有很大的国外风险敞口了，而且美国比任何国家对投资人都友好。因此在我看来，要是单为了种类的多样化，就没必要投资欧洲了。当然，如果你是邓普顿、罗杰斯、莱特鲍恩这样的人，那你应该在投资风潮刚刚兴起的时候，在某些不很热门的地方提前为自己打下基础，你也许能做得很不错。基金公司是最简单的方式。

永无止境的追求

对于当今时代的某几位投资大师来说，他们的投资周期短到只有几个月，无论目标股达到预先计算好的价位需要多长时间。这条原则遵守起来有相当大的难度，所以大部分个体投资人最好还是放弃。下面是个比喻：

> 矮个子小奎是个猎人，以独特的打猎方法而闻名。他打猎时从不会停止搜寻猎物，如果射中了猎物（用一支小的略带毒性的布西人用的箭），但怀疑周围还有其他猎物，他就会让这只受伤的猎物继续跑，无论跑到哪里。而他自己则会继续寻找，再射中一只，又是一只，直到所有

① 不要与另一种方法搞混，即在市场行情不好的时候把一家公司股东的股份全部买进，这对你来说可能很开心，但对股东们就不同了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的都被他射死了，他才会停下来。然后跟着印迹找到他觉得会第一个死掉的，他几乎从来没有丢过一只猎物。他的眼神很好，能辨认出坚硬的面甚至是石头上的印迹，他还可以分辨出一片叶子是被风吹落的还是被经过的脚带落的……①

从这本书中我们可以找到一种新的投资方法，称之为“无止境的追求”，那就是不间断地寻找新的股票采取小规模行动，而不是长期投入。以下是障碍穿越艺术大师和传统长线投资风格行家的对比，前者的代表人物有彼得·林奇、迈克尔·斯坦哈特和罗伯特·威尔逊，后者则以沃伦·巴菲特、菲利普·费雪、T·罗·普莱斯和拉尔夫·万格为代表。

长线投资家	无限追寻大师
1. 相信默不做声的长期复利会创造奇迹	加快行动节奏
2. 与长期发展趋势保持一致	能够很快捕捉到变化
3. 买入时从长远考虑	频繁买入卖出
4. 形势略微不利时，挺过去	一出现负面情况就卖掉
5. 如果价格过高，则等待收益涨上来	如果价格与价值不符则卖掉
6. 优先考虑熟悉的现有持有股	只遵照对比结果
7. 把所有蛋都放在一个篮子里	品种非常多样
8. 形成自己的投资理论并坚持下去	不偏不倚
9. 只对重要事件全面了解	对什么都略知一些
10. 发明有用的原则和公式	避免所有公式
11. 深入了解每一家公司	按照一定理论买入很多公司
12. 深入了解公司管理	不太在乎管理问题
13. 不太关心具体的买入或成交价：对于持有5年甚至10年的股票来说，这些都不重要	十分在意买入和卖出价：很多次交易累积在一起就不是小数目了

运用不断探索这种方法的时候，每个人都想在价格达到最低的时候进入市场，同时设定好卖出的理想价格。这种方法只有真正的大师掌握了一定权

① 选自（美）伊丽莎白·马歇尔·托马斯（Elizabeth Marshall Thomas）1959年出版的作品《无害的人们》（*The Harmless People*）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力之后才有可能成功操作，就像矮个子小奎。同时因为交易量非常大，需要付出巨额的交易费，除非成交时有极高超的操作技术，也就是要低买高卖。这要么需要一位对价格很敏感的交易员，要么就要按照严密设计好的控制指令操作。非专业人士是无法掌握此种难度的技术的，而且一旦判断失误将损失惨重。我这样说是因为看到了大批没有经验、仅靠计算机计算的人失败的例子。

投资机遇

投资机遇分为价值型和观念型两种。也就是说如果找到了一只价格极不合理但是可以交易的股票，那也可以从中获利。

无论采取何种策略，最根本是要知道价值是什么。首先要做的当然是深入研究并全面掌握你所投资的公司的基本数据。有太多投资者，甚至股票交易员都不知道他们买入公司厂房的平均使用寿命是多少，不知道折旧率是多少，不知道利率变化量，也不知道公司的交易量如何能与竞争公司相比。（这看起来很不可思议，但他们中大部分连自己公司的基本情况和年度财务报表都不清楚。）像吉姆·罗杰斯那样列出长长的清单是种好方法，前提是能够认真考虑数据显示的问题。（我刚进入这一行时，经常发现有人花几年的时间研究某一行业的数据统计表。）当然，你还需要基本的会计知识。除了了解数据，直接接触公司也很有帮助。不能抽出时间做这项工作的投资者应该雇用有这方面能力的人为他工作。

市场择机

总体把握市场的涨跌有帮助吗？大师们意见不一。巴菲特、卡雷特、格雷厄姆、索罗斯、斯坦哈特及邓普顿最近都会根据市场整体价格过低还是过高决定是否持有防御型股票。但费雪、林奇、邓普顿以及万格都相信这种交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易通常没有什么利润。

所以很显然，根本没有统一的方法。

尤其是像索罗斯这种利用保证金或金融衍生产品操作的投资人，如果被错误的投资长期套牢，一定会被市场摧毁的，但这也没有办法——要生存就必须行动灵活。然而，对于合格的选股高手，情况就不尽然。经过全面了解之后，发现一只股票的价值在20年内将有5倍、10倍甚至20倍涨幅，尽管在这期间股价可能会下跌到只有1/3甚至更少，但高手可能并且应该选择坚持过去，而不是贪心地从周期性买卖中获取微薄利润。林奇、斯坦哈特之类的人看到利润就会进行买卖，但普莱斯或者费雪这类的长期投资派（从巴菲特最近的主要持有股来看，他也属于这一派）则会说他们太自以为是了：你也许可以很轻松地完成一次交易，但再灵活也无法在股票突然急速反弹到高位时及时折回来。

我发现大部分优秀的股票分析师在市场分析上都很拙劣，反之亦然，就像击球手和投手的角色不能互换一样，但水平拙劣的市场分析人仍然能够完全依赖股票分析而获得成功。事实上，到目前为止，体现市场总体价格偏低的最好标志就是发现很多股票的价格明显非常便宜。

有人认为把握市场时效没有意义，最有力的反驳是在市场处于低谷时几天不去理会，那所有的收益都会化为泡影。市场经常会从地位冲到高位，或者从顶峰直落到底，让投资人像拉尔夫·万格所说的斑马那样，根本来不及反应。

偶尔，坚信市场择机本身就体现出了市场表现。超级大牛市时，没人会关心择机，但跌到最低点时总能听到有人无助地抱怨自己应该早点卖掉，此时择机就显得非常重要了！

下面是我观察到的最优秀的投资家乐于坚持的原则：

1. 只选择你熟悉的优秀企业，并把购买它们的股票看做掌握股权。股票不是看起来那么简单，就像一只鸟，不是你希望它能从50米飞到100米它就能做到的。股票应该被看做具体某一公司的股份，好比享有一所房子的1/4的利益一样。

假如你考虑购买一处房产，并有一周时间的购买权。最愚蠢的方法是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这一周里每一两个小时就给经纪人打一次电话，并因他们所说而担心不已。比较明智的方法是找来房屋鉴定师检查一下房子，看看必要的维修或加固需要的花费，也许还要看一下周围类似的房产，比较各自优劣。你可能还要跟邻居聊聊，了解一下周围环境，考虑是否需要改动。还要参观学校，拜访市长、警察局局长和银行行长。这样做才是充分利用了这一周时间，比起坐在家里纠缠经纪人的那些人来说，你作出的决定要理智、明确得多。

这样说来有些可笑，如果假设投资人在购买股票时，根本不了解这家公司，不知道公司的管理层是否完善、研究报告是否属实，也不知道是否会产生竞争问题，不知道机器的新旧程度，甚至不了解公司效益良好还是资金短缺等等。但事实上，只有极少数投资人能对他们持有股票的公司有如此深入的了解。这确实很可笑。股票买入之后，他们只从报纸上翻看有关评论，而不是自己阅读年度报告。他们不关心经纪人卖股票给他们的时候是真正了解这家公司，还是仅仅为了卖出去而已。通常情况下，经纪人根本不了解公司。

优秀的投资人会对感兴趣的公司作具体细致的了解，知道这只股票的价值，并清楚知道自己是应该买入1%还是1%的1%。

2. 在青睐者甚少时买入，尤其是出现问题的股票。一种避免竞争者的方法是拥有全面的知识和足够的勇气，在一只好股被大量抛售的时候买入。另一种方法是充分了解某一类公司，这样就能立于不败之地。

3. 保持耐心，不要受价格波动干扰。这些波动是可以预测的，就像下雨天一样。尤其不要在一只股票跌破买入价或者一涨回买入价时就抛出。这样付出的代价是昂贵的。不是股票好像知道什么，故意要惹你生气，也不是报价影响了公司的发展前景。要关注的是公司而不是报价器。

4. 投资了，就不要怀疑。因为一系列不成熟的但貌似有道理的猜测而举棋不定是要付出代价的，不但会赔本（包括付给经纪人的回扣、询价和成交价之间的差价以及高买低卖的情况），还可能损失更多的机会成本。对于金融机构来说，在没有大幅增长的平庸的重工业公司的股票从谷底反弹上来时，抓住机会并不是难事，他们系统性地覆盖了所有行业并熟知其价值。但对于个人投资者而言，别说投入资金，单是想想就不愿意买入了，而买进这些公司的股票恰是我们大多数人梦寐以求的机会。巴菲特是对的：只买那些你觉

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得即使市场关闭了 10 年你仍欣然愿意持有的股票。

5. 高回报可能是个陷阱。投资时最完美的公司可以有非常高的资金回报率：15%、20%甚至更高。就把钱放在这样的公司，让其增长吧，不要把应征税分红取出，并把剩余的投入到回报率较低的债券或其他类投资。很多回报率高的公司都可能是庞氏骗局。如果一家公司欠下长期债务的速度比用应征税分红偿还欠款快得多，那它早晚会破产的。而这种情况一旦发生，其股票将出现暴跌。

6. 只买现在便宜的股票，或者确知其很快就会上涨到远高于当前价格的位置。当然，有时候这两种情况可能并存。假设你以 2/3 的账面价格购入一只不错的银行股，而且可以保证利用收益再投资，价值可以以每年 15% 的速度上涨，而且能得到不错的分红，那么你的情况就很乐观了。可以肯定，总有一天市场会以比当时高出很多的账面价格评价该股。而且分红差不多每五年就能翻一番，因此无论市场表现如何，你都可以高枕无忧。这听起来简单，但只要你的目标切合实际并只在熟悉的领域内操作，事实上也没那么复杂困难。

7. 如果股票总体看来都不便宜，那就离远点儿。下一个熊市两三年内就会出现。

8. 要灵活。旧的方法因为被过分研究和应用，必须要给新方法让位了——这种新方法不是真正意义上最新的。这是这一行的大师们操作时最大的秘诀，正如我在卷首语中说的："时代在变化，而我们在时代中变化。"

共同基金如何?

有人可能总结说，完全照搬彼得·林奇或约翰·聂夫等人的方法实在太困难，于是他们可能会在这些人在位时投资麦哲伦基金或温莎基金，或者万格的橡树基金、罗伯逊的老虎基金、索罗斯的量子基金等等。选择一个好的基金不是一个完美的解决方法吗？也许吧。基金管理是生活中仅有的几个领域，做好和做坏一样容易，有时做好甚至更容易，当然也是要付出很多努力

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的。但另一方面，基金的种类数不胜数，应该如何选择呢？

首先，必须找到当季最合适的基金。在成长股或高科技股已有很多人对其热衷的时候再买入是非常危险的。应该在一个行业已不流行的时候投入资金，等待其出现增长趋势时加大持有量。对于一个基金投资人来说，最危险的莫过于在牛市末期所有股票崩盘之前扎进了一只“热门”基金里，而这个基金就会像伊卡洛斯那样，一头扎进大海中。极少数基金能连续很长一段时间都表现突出，前一年的领头羊在第二年往往落在了队伍末尾。但也不排除确实有基金能连续保持骄人业绩，你可以从《福布斯》共同基金专题中找到。这些之中的一小部分会随情况变化而改变经营策略。

其次，选择股票时，不要考虑成本过高的。永远不要购买需要付佣金的基金。如果购买封闭式基金，那就要在折价率为历史最低水平时再买。还要小心赎回和 12b－1 费用①，以及较高周转率的手续费：每年 25% 的周转率已经非常高了，但有些基金要高达三四倍，这些费用都由你来出！想想马克·莱特鲍恩 15% 的周转率吧！仅此项费用每年就能消耗掉 2% 的收益，比起持股人，恐怕对经纪人更有利吧！通常来说，普通对冲基金没用杠杆进行对冲时不需要你支付管理费，包括利润预期费用。

第三，资产较小的基金——比如只有几亿美元——一般会比大一点的表现要好。良好的业绩最终会吸引大量资金。比如彼得·林奇，随着他的基金逐渐壮大，边际收益也越来越低。他管理的前几年，即在资产只有几亿美元的时候，每年的边际收益可能会达到 25%；但基金资产超过 50 亿美元的那 5 年里，收益却飞速下跌。而此时的你就应该寻找其他天才了。事实上，一只优秀基金成长过大与一只不错的股票会出现的情况是一样的，投资者应该尽早发现其优良表现，以保证在业绩最好的几年里稳稳持有。这可不容易做到。你应该列出一张清单深入研究，找到某时期的条件变化会对其发展有利的基金。

除了看基金的表现，还应该如何评估基金的管理呢？这里说的“基金”

---

① 12b－1 费用主要用于补偿财务顾问或销售机构在基金宣传、打印或发送招募说明书以及打印、发送传单等方面的花费。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能有些误导，基金后面通常只有一个人在发挥作用。那么就要确定这个人仍在其职位上，仍然在尽其所能做着该做的事。一个好的方法是看基金经理的季度或年度报告。这种报告通常都华而不实，但像拉尔夫·万格致橡树基金股东的信和沃伦·巴菲特致伯克希尔－哈撒韦公司股东的信，如果不对他们的工作有深入了解的话，根本读不懂。

在一些个人投资者无法操作的领域，诸如新兴市场、小公司、高科技公司等，基金投资就显得尤为重要了。普通投资人通常不清楚如何投资于一个遥远的国度，对于超出自己经验范围的领域也显得束手无策，例如科技创新前沿。而除了菲利普·费雪，大师们都表示说自己对高科技着迷得很。因此一种颇有趣味的尝试方法是靠自己保持投资的系统性增长或者评估投资，而将基金应用于某专门领域。

不要忘记帕金森教授的理论：增长使问题复杂，而复杂就意味着衰败。罗伯逊、索罗斯和斯坦哈特等人都是投资天才，而他们的基金都成长过大，超出了他们管理能力（与投资能力不同）可及的范围，于是也陷入了困境。一定不要让自己的基金或投资合伙公司也达到如此地步。如果已经这样了，那就瘦身吧。

公司还是基金?

买了一只基金就能一劳永逸，这种想法太不可靠。但我发现找到一家不错的公司和找到一只优秀的基金一样容易。而好公司不像基金那样依赖一个人，因此也不会轻易地膨胀过大。好公司可以在相对较长的时间内保持出众的成绩，也可以节省各项开支，其实单是这些费用加起来就会极大削减利润。

掌握证券分析这门准科学，当然绝非易事，但从某一方面来说也非常容易：在价格适当时买入具有巨大增长潜力的股票，并随时准备在它们停止增长时卖掉。在其他章节里我已经对此作了简要介绍。一家优秀的公司有很大优势：有经过精心设计的成功的运营体系，有出色的管理、雄厚的资产以及

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

合理的分支机构。必须在所有方面都保持领先才能使公司避免麻烦，而基金也需如此。

因此，在我看来，基金的流行远远超过了股票，这其实有些过了。

业 绩

找到具有骄人业绩的公司或基金并不像看起来那么简单。几乎所有经理都能在某段时期内优于市场表现，因此表面看起来似乎验证了那个古老的关于扑克的笑话："兄弟们，咱们都好好玩，说不定每个人都能赢一点呢。"这当然不可能。"大部分投资组合长期来看都要低于平均水平。"他们的业绩在除去大笔交易费用之后都会低于平均水平。于是，这些不成功的经理与成功的混在一起，都各自显现出自己的最佳业绩，并且出于私利，所有的失败经历也都消失不见。在基金规模还很小的前几年里，它们的表现对今后有很大影响。与此类似的例子是尽管看到大多数餐厅的经营状况都非常好，但大多数美式（及纽约）餐厅在营业的第一年内就会倒闭。同一个地方总会被不断接管，直到最终有一家取得成功。因此，如果看现存的餐厅，可能会有一个不切实际的印象："存活者偏差"①。对基金经理也如此。而且像我提到过的，基金还可以重新归类。一只业绩较差的股票基金可以自称已经成为表现出众的平衡式基金。

另外，很多有平均表现的基金也绝不能以某一个投资组合为代表，因为这其中只包含有限的几只股票，而它们是会变动的。道琼斯就是一个管理出色的成长型投资组合。

下面矛盾出现了：优秀基金的普通投资人的业绩往往比该基金的历史平均水平要差。原因是大部分基金持股人只持有 4 ~ 5 年的时间（有佣金基金投资者可能比无佣金投资者持有的时间长些），通常在基金形势大好时购入，而一旦发现下跌就抛出。因此如果你属于出现下跌就会抛售的人，那么长期表

① 存活者偏差类似只看到中彩票的幸运者而忽略了同期购买的众多没中奖的人。——译者注

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现出众但价格波动不定的基金就不适合你。

任何情况下，表现一直出众的基金突然暴跌都不如它一直以来稳定出色的表现重要。比如有个年轻人，叫他小 A 吧，每年都会向免税的个人退休账户（IRA）或养老金计划中存入 2 000 美元，连续 8 年然后停止，假设这笔钱以每年 10% 的速度增长。下面的图表显示了发生的情况。到退休年龄的时候，小 A 已经有相当一笔钱了。

表 3　小 A 的方案

年龄	存入资金（美元）	年终收益（美元）
19	2 000	2 200
20	2 000	4 620
21	2 000	7 282
22	2 000	10 210
23	2 000	13 431
24	2 000	16 974
25	2 000	20 872
26	2 000	25 159
27	—	27 675
28	—	30 442
29	—	33 487
30	—	36 835
31	—	40 519
32	—	44 571
33	—	49 028
34	—	53 930
35	—	59 323
36	—	65 256
37	—	71 781
38	—	78 960
39	—	86 856
40	—	95 541
41	—	105 095

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续表

年龄	存入资金（美元）	年终收益（美元）
42	—	115 605
43	—	127 165
44	—	139 882
45	—	153 870
46	—	169 257
47	—	186 183
48	—	204 801
49	—	225 281
50	—	247 809
51	—	272 590
52	—	299 849
53	—	329 834
54	—	362 817
55	—	399 099
56	—	439 009
57	—	482 910
58	—	531 200
59	—	584 321
60	—	642 753
61	—	707 028
62	—	777 731
63	—	855 504
64	—	941 054
65	—	1 035 160

即使是最缓慢、最稳定的增长最终也能让你富有起来。其他任何方法，尤其是那些不断出现大幅度下滑并随时可能退出的方案，都可能致命性地破坏整个计划。

因此，要寻找良好的业绩，但一定要重视是否有持续良好的表现。世界上没什么能与复利增长相媲美。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

反其道而行之

读到现在，读者可能已经找到了一个正合心意的方法，而这也正是我要强烈推荐的，那就是从优秀的基金经理青睐的股票中选择——让大师们做过滤器吧。他们总会不断互相检查彼此的投资组合，所以我们没理由不这样做。不要觉得这样做了就不够正大光明，像是开枪射击已经躺在地上的猎物一样。像近几年，沃伦·巴菲特和彼得·林奇都公开支持房利美，而看看它的数据统计你也能发现这是一个绝佳的机会。同样，沃伦·巴菲特购买的可口可乐在涨了5倍之前也一直被广泛宣传。为什么不听取类似渠道的建议？

但也要放弃过于流行的股票。应该寻找某一位或两三位真正的大师而不是大批平庸之辈持有的股票。有一些机构会整理出大师们的持股列表。咨询金融信息机构、银行或经纪公司都可以，再或者可以看看投资出版物上的广告。但这些信息还是有些滞后，最好是直接从基金报告中获得。

还应遵守以下原则：

1. 确定他们是真正优秀的基金经理。

2. 确知这些股票是否是基于长远考虑，而不仅仅是买卖交易。例如朱利安·罗伯逊、拉尔夫·万格、沃伦·巴菲特都做长线，而那些“无限追求”的投资人则只为一笔买卖做交易。对于初涉股市的人来说，看一下股票的收益分红表就会知道，一只优秀的有长期成长潜力的股票与处于周期低谷阶段但即将反弹回来的股票大不相同。

3. 确定大师们在增加持有量或至少维持现状。通常，某只股票会成为一两位大师的主要持有股，他们也对之相当熟悉。而其他投资人，也包括你在内可能都只盯着屏幕，因此当大师中的一位开始抛出这只股，那一定将会有意想不到的事情发生。

4. 要永远有一张清单或候选数据库，可以从中选出作为今后研究目标的股票。然后彻底研究它们，逐行分析它们的报告。如果可能，与那家公司谈一下，当然，你需要知道应该问什么，还需要与其竞争对手、客户以及该行



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业专家沟通。

5. 如果你不是专业人士，对你来说，专注于某一两个领域其实更容易：无论是某一类股票（诸如低市盈率型、长期成长型、成长初期型、利基公司等等）还是某一行业（制药、通信、计算机相关、媒体、快速消费品、特种化学品或自然资源）。选择股票很有挑战性，从本质上来说非常困难。但专注会使这项工作容易一些，也提高了成功的可能性。

总而言之，对大多数投资者来说，将大师的方法反其道而行之也不失为一个完美的选择。

投资禁忌

1. 远离流行股。第一要避免的就是时下过于流行的一类股票，是可能会出现在每个人的清单上的那种。1928 年，所有人都在高呼“无线电的股价再高也不过分”，这里指的是美国无线电公司（Radio Corporation of America，简称 RCA）。然而，之后的几年，RCA 却从顶峰时期的价格下跌了 94%。如果你在几乎所有人都觉得 Highflyer. com 的股价会涨 3 倍的时候买入，那也就可以确知了它的价格被高估了。并不是说这些公司的表现不会很好，也不是说这些股票永远不会涨，但这需要一段时间，而你将成为第一个为这过高的价格付出代价的人。20 世纪 60 年代，当 IBM 卖到 300 美元的时候，很多人对其顶礼膜拜，它是所谓的“贞女股”的重要成员。该公司实现了很多持有人的梦想：收益在接下来的 10 年里上涨了 700%，分红上涨了 1 000%。但之后的 10 年里这只股的股价就再也没超过 300 美元。我有时会收集杂志中刊登的公认绩优股列表，并在一两年后再核对一次，无须质疑，所有的都比平均值低 30%。

这也是所谓的“魅力股”的不祥之意。魅力股指的是一家优秀公司的股票因为所有人一时的钟爱而涨得过高。这样很难赚到钱。

同样的原理也可以解释短暂热情的消散。如果一只股票在几天或几周内迅速蹿高，那最好等等再看。最值得买入的股票很可能在你买的时候看起来

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

奇怪、不舒服、危险、无生气，而且发展前景模糊。正常的反应是："接下来的6个月，我猜不会有任何变化。"之后，所有人都这样觉得，并适应了它。但正如华尔街的格言中说的："等火点燃的时候，火车已经开走了。"

2. 远离流行一时的行业。一时的流行和经纪人的说辞是流行股的变体。你知道的就有20世纪50年代对原子能的狂热，80年代对计算机的躁狂以及出现的博彩股、生物科技、能源、新兴市场，以及90年代的网络股等等。分辨出这些泡沫的最简单的方法就是：如果很多共同基金都以此行业为中心，或者如果某一公司宣布打算投入该领域后该公司股票在市场上大涨，那么此时买入就是一种投机，很可能会以失望告终。记住，为了满足某方面需求，任何公司都能够也将会被编造出来。"鸭子叫了，就要喂喂它们。"

想知道你买的是不是一时的流行股，最简单的方法是参看《华尔街手稿》列出的指数，或让你的经纪人查看他的研究档案。如果几年内只有很少或是几乎没有这家公司的记录，那么你可能就安全了。如果我对一家公司感兴趣，我通常会与负责股东公共关系的经理人联络，问他公司最近对哪家经纪公司最满意，如果都不合你意，那只能自己搜索了（或者重复搜索）。

几年前，H&R好似天赐的礼物，增长速度惊人而且没有有力竞争对手。这一行业永远不会衰落，其在市场上的售价比其在银行的存款高不了多少。我当时问理查德·布洛克是否有出色的经纪公司在作研究，他那时对形势并不满意，很乐意帮忙。他说据他所知只有一家做得还不错，由某个不知名的人在管理。我考虑之后觉得有些鲁莽，但事实上那只股票最终表现得相当不错。

也许应用这一原则最典型的例子是美国最早的石油勘探公司，著名的Spindletop Dome。这家公司吸引了众多投资人，据说在鼎盛时期可以在油田上从一个钻井上走到另一个上。最终的结果是：人们在Spindletop Dome的平台上投入了太多的钱，远远多于能从平台上产出的利润。沃伦·巴菲特指出，截至目前，大部分投资者在汽车和航空公司行业损失的钱远远超过赚到的。

3. 避免新成立的风险投资公司。风险投资是属于专业人士的，不适合被动的投资组合投资人。到目前为止，大部分新成立的风险投资公司，10家中差不多有9家都倒闭了。据巴菲特观察，如果投资时如赌博一般，连公司未

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

来发展和管理状况都不清楚，那么成功的可能性就很小，而且这一行业的推销人员将免费分到一大杯羹，将来还可能遭到财务冻结。但如果你等上几年，等到下一个熊市的到来，你就可以购买世界上最优秀公司的股票了，到那时公司已经系统化管理，买入价比净资产高不了多少，还包括除去公司之外的厂房、专利以及商业信誉。

4. 要质疑“官方的”成长型股票。贴有成长型标签的股票，与其价签一样，通常表明了其已不再能以足够快的速度成长而保持住价格。你可以称它们为“昔日的冠军”。很多著名公司都会把“成长型股票”的字样印在外衣外面，并仍系着曾经的冠军金腰带，这样的公司数不胜数。

5. 小心重工业。购买周期型重工业“蓝筹股”很可能同样让人失望。由于它们自身的“安全性”，价格可能过高。但其利润却被工会需求、政府法令、国外及国内竞争以及过时等方面共同压榨。

6. 避免华而不实的股票。诸如期权计划和商品投机交易等华而不实的投资产品，通常交易费用高，不具备核心成长价值，根本算不上投资，只是赌博而已，想都不要想。真正的投资是在经济上为行业提供所需资金，然后得到合理的回报。而赌博型的投资者根本就是用来诈骗的。

7. 不要期望债券能保值。总体而言，对投资者来说最差的交易莫过于债券投资，除非他能够将所得收入再投入进去。认为债券属于“保守型”的这种观念根本不现实。以讽刺著称的弗朗兹·皮克曾称它们为“有保证的资金征用证明”。除去税之后，债券的收益比通货膨胀率还低。

8. 不要相信技术分析。这本书中没有提到一种“有系统的”股市投资方法，这就是所谓的技术分析。之所以没有提，是因为我至今没有找到成功案例。

20 年前，我在《“币”蜂之舞》（*Dance of the Money Bees*）中写了有关技术分析的问题：

> 股票的技术分析。价值研究是股票投资的基础，没有捷径可循。然而“技术人员”却试图通过分析股票走势图的形状，毫不参照价值本身就预测股票发展方向。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

从一只股票上个月或去年的表现根本无法推断出其下个月或明年将会表现如何。经纪人们关于此的任何论断都是占卜，毫无根据可言。真正的经纪人应该摆出事实和内在价值，这样顾客才能决定是否要买其描述的产品。这份工作需要实地勘察，认真研究，采访公司及其竞争者，还需要咨询行业专家。之后把收集到的所有信息制成表格供人们投资时参考并指出问题。

价格在 50 美元的股票"将在升至 54～56 美元期间稍作停歇，而止损指令最好定在 47 美元的位置上"这种话说起来很容易，但完全是废话。这种占卜式的顾问可以以这种方法对成百上千种股票进行分析，根本不需要指出其优势或劣势。

我每次见到一位"技术人员"都要跟他打个赌，而从来没人愿意跟我赌。他让他的客户相信他所说的话，因为如果按照他说的做了就一定能赚钱。也就是说如果他说 Fido. com 从技术分析看非常值得买，而他的客户买入了 1 000 股，那么他们除去所有佣金和税之后，钱包很快就会鼓起来。毫不夸张，如果这只股票的价格是 20 美元，这些人就等于在拿 2 万美元冒险，这个数目等同于一栋小户型房产的定金，但却压在了一个巫师的动态分析曲线上。

经纪人自己为什么不试试？

于是我让人找到了几年前的每日变化曲线图，把所有的信息标示都去掉，然后把每张图从中间剪开，把前一部分给技术人员看。我赌 1 000 美元，只需要他告诉我第二部分某一点的价格比第一部分末尾的高还是低。因为他自称有预知的能力，也很乐意让我们其余人为他所言冒险——无论输赢与否，我们都是要付佣金和税——而他也应该有足够的信心碰个运气。成功两三次足矣。

到目前为止，正如我所说，没人愿意和我打赌。而且，我认为财产受托人参照技术分析判断，就如同依靠占星术，毫无专业可言。

我知道很多经纪公司花了几百万美元购买计算机程序以进行股票技术分析，最终都悄无声息地把这些软件毁掉了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资是具体的艺术

这本书中提到所有大师都不会依赖权威人士或任何机构信奉的方法，如回归分析、现代证券组合理论、行业优势与劣势或是高等数学。巴菲特曾说过他连计算机都没有。除了索罗斯和斯坦哈特，他们的方法无人可及，其他所有人都是专注于具体信息，而不是“概述”或宏观想法，后两者只会让本质上十分复杂具体而且难以捉摸的想法变得抽象、简单而且容易。那些公式及摘要在现实生活中根本无法产生有益的结果。成功的投资就意味着要对所持有的公司无所不知。因此，你应该分析具体问题，而让其他人去看那些抽象化的、公式化的、简单化的信息吧。而且不要花太多时间揣摩政府目的或是下一年的 GNP。就像林奇说的，“运动鞋行业生意怎么样？这才是真正的经济学”。

智者阿方索曾谦逊地说，如果他在万物创造之初就存在，他会给上帝一些有用的提示，以使我们的地球更加美好。而我要说，我们人类太容易被深奥的概念引诱了，尤其在好比精神大麻的政治方面，以及类似人类大脑摄影图的股市方面——我们对未来的希冀与恐惧都反映在了那高低起伏的折线上。然而大多时候，那些宏观而不可知的概括性论断将我们的注意力吸引，让我们忽视了具体的、可知的、有作用的分析。所以，把那些大道理留给你的竞争者去烦恼吧。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

后记 财富使者：迈达斯

本书为如何取得投资方面的成功提供了指导。我对读者最后的建议是：像你应该了解药物和政府一样了解投资过程，但不要强求。损失最严重的往往是那些过分追求的人，而事实上你并不必这样。稳定且适中的收入就可以助你实现梦想。

另外，试图获取远多于实际需要的财富是不理智的。你在实现的过程中需要放弃太多东西，而且目的一旦实现，你会发现自己比之前更贫穷。迈达斯就是被自己点成的金子毁掉的。

如莎士比亚所言，人的本性犹如染匠之手，因插手的事物而发生改变。因此在追求巨大财富的过程中，你成了钱奴，透过金钱的望远镜注视这个世界。

于是，对任何原理的刻意强调都会成为失败的导火索，因为过度的刺激成了毒药，将贪婪由一种原罪转变成控制欲，销蚀了家族的优良传统。而享受着得天独厚优越条件的孩子们通常漫无目标，孤僻阴郁。

巨大的财富还会破坏人与人之间的关系。每个人都想有所获取。据说，罗斯柴尔德家族的人没有任何朋友，有的只是客户。人性的丰富多彩，会被巨大的财富无情地腐蚀消磨殆尽。快乐也好，考验也罢，这些都构成了我们每天的生活，而这才是我们应该去享受的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

慈善事业虽功德无限，却很大程度上成了一项政治行为：从社会大众那里聚敛了财富的富翁，在某地建造一座博物馆，并不是为了创造美好，而是在将他的优先权强加于社会。

理智且高尚的人只把充裕的财富看做有意义人生的副产品。只有对家庭尽责，对工作尽力，不辱公民职责，祈祷万物美好的人才会真正地感到快乐、幸福。



全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

Money Masters of Our Time

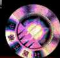
你所需要的投资智慧都在这本书里了。

——《商业周刊》

这是一个以投资为生的了不起的作家，在同类著作中没有什么书能与约翰的这本比肩了。

——《福布斯》

没什么可犹豫的，如果你床头只需要一本每天都要阅读的投资书，眼前这本就是最好的选择！





ISBN 978-7-5086-1916-3
www.publish.citic.com
定价：39.00元